本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。 它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。

中信证券 CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026 年 11 月 9 日

世嘉飒美

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供
中信证券财富管理(香港)
产品及投资方案部
电话：(852) 2237 9250 / 电邮：wminvestmentsolutions@citics.com.hk

6460 JP

日本消费品行业

并非 Persona 驱动

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 11 月 6 日发布的题为《Nothing Persona》的报告，世嘉飒美（Sega Sammy）在 11 月 6 日午休时间公布了第二季度业绩，并于日本标准时间下午 1 点起举行了业绩 Zoom 会议。该股下午基本持平，但在疲软市场中当日下跌 5%。第二季度营业利润同比增长 13%至 120 亿日元，较市场一致预期高约 15-20%。据称上半年营业利润较计划高出约 150 亿日元，但全年指引未变，因管理层提到大型游戏在下半年占比较重以及柏青嫂（pachislot）审批不确定性。该股自 6 月 19 日以来上涨 57%。

稳健的第二季度整体表现

第二季度营业利润同比增长 13%至 120 亿日元，较市场预期高约 15-20%。整体收入同比下降 2%至 1,180 亿日元，低于销售、一般及行政开支 3%的增长。

对实现全年游戏指引的担忧可能持续到第四季度后期

在娱乐内容部门，营业利润同比下降 42%至 51 亿日元，占合并抵消前整体营业利润的 30%。消费子部门（视频游戏）为 3 亿日元，仅略高于营业盈亏平衡点，同比下降 93%。上半年没有发布新的视频游戏作品。与此同时，目录销售保持 14%的同比两位数增长，表明战略上更加重视定价和促销。分析预计，关于达成全年指引的不确定性将在整个第四季度持续，尽管包括《Stranger than Heaven》和《Persona 4 Revival》在内的第四季度重点作品的愿望清单数据令人鼓舞。

柏青嫂业务保持稳健，但审批不确定性令全年展望蒙阴

柏青哥/柏青嫂机部门的营业利润同比跃升约 5 倍至 150 亿日元。主力柏青嫂机销量增长 49%，而卷轴机销量正帮助提升营业利润率。柏青嫂审批不确定性令全年展望蒙阴。

按传统区间已充分估值

但是，随着市盈率、市净率和 EV/Ebitda 等关键指标均接近过去 10 个财年的平均高位，利润创造需要向游戏业务倾斜、而减少依赖柏青哥，才能突破传统倍数区间。分析指出，上半年，合并抵消前营业利润的 61%来自柏青哥/柏青嫂机业务。

催化因素

有迹象显示监管持续支持柏青哥/柏青嫂机业务，可能被解读为该行业以及世嘉飒美的中期展望正在改善。世嘉飒美众多经典 IP 在视频游戏中的成功部署将受到投资者欢迎。在日本和海外获得博彩牌照的努力，将被市场根据成本和市场机会逐案评估。

投资风险

对观点面临的风险包括：开发和运营具有竞争力的游戏软件的能力低于/高于预期；监管收紧/放松，尤其是柏青哥/柏青嫂行业的机器派彩；柏青哥/柏青嫂市场状况好于/差于预期；开发能在游戏厅实现持续使用率的柏青哥和柏青嫂产品的能力/无力；日本街机行业状况改善/恶化；参与日本赌场综合度假村项目的能力/无力；以及收回其在韩国综合度假村投资的前景改善/恶化。

公司概况

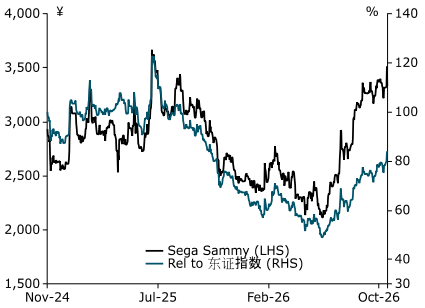
世嘉飒美由世嘉和飒美于 2004 年合并成立。合并的目的是创建一家完全整合的娱乐公司，使其能够利用跨多条业务线开发的内容。柏青哥和柏青嫂一直是世嘉飒美最大的利润来源，但视频游戏业务表现改善，加上柏青哥/柏青嫂行业困境，使这两项业务的规模更加接近。街机设备是公司利润较低的传统业务领域。公司与合作伙伴 Paradise 在韩国运营以赌场为核心的综合度假村，并希望在日本拥有并运营一家综合度假村。

收入按产品分类	
娱乐内容	75.8%
娱乐设备	22.9%
博彩	1.3%

收入按地区分类	
亚洲	64.2%
美洲	25.6%
欧洲	9.1%
中东及非洲	1.2%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 11 月 6 日): 3329.0 日元

12 个月最高/最低价: 3510.0 日元/2114.5 日元

市值: 44.90 亿美元

3 个月日均成交额: 21.15 百万美元

市场共识目标价（路孚特）: 3435.70 日元

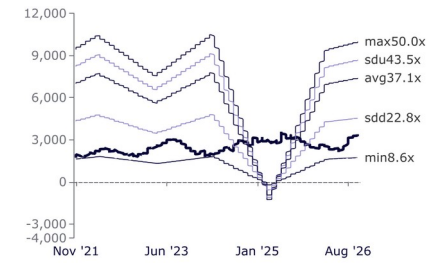
主要股东:

HS Company 19.28%

道富 8.77%

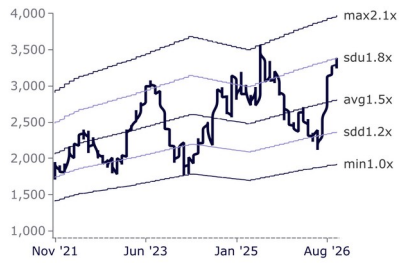
资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



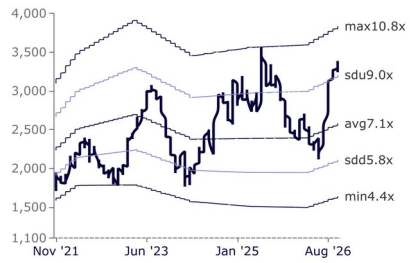
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

免责声明请参考封底

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
Square Enix	9684 JP	74.5	3069.00	37.6	24.7	23.5	3.2	2.6	2.3	0.8	2.0	2.1	8.6	11.6	10.5
卡普空	9697 JP	147.3	4144.00	31.7	26.9	24.0	6.5	5.6	5.0	1.1	1.3	1.4	22.1	22.3	21.9
科乐美	9766 JP	263.8	27350.00	37.3	26.0	23.8	6.6	5.6	4.9	0.7	1.2	1.3	19.0	23.3	22.0

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 11 月 6 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。