

2025年出圈品类详解： 微恐搜打撤、融合玩法SLG

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

- **2025H1 A股游戏厂商业绩表现亮眼，除行业景气度、竞争格局影响外，我们观察到两大品类创新——“微恐搜打撤”与“出海SLG”带来对应厂商的业绩与估值上修：**
- **“微恐搜打撤”：潜在长青游戏爆款，长生命周期+高利润率带来强业绩弹性与估值弹性。**“搜打撤”的“投资-风险-回报”闭环，通过高失败惩罚机制、强胜利奖励机制的刺激，让玩家上瘾，核心玩法在于“搜”（物资搜集）与“打”（局内对抗）。从细分品类发展来看，有以射击、ARPG等作为“打”核心玩法承接的《三角洲行动》《暗区突围》《雾影猎人》等，也有以微恐题材社交休闲玩法作为“搜”核心玩法承接的《超自然行动组》。我们看好《超自然行动组》切中休闲社交、女性向“搜打撤”的细分赛道，截止2025年9月，市场暂无竞品，看好游戏持续迭代玩法，用户规模稳步增长，有望成为巨人网络又一款长青游戏，将显著提升公司业绩基本盘，同时长青游戏宣发费用率低，长生命周期稳定流水也将缓解公司大小产品周期的业绩波动，因此我们看好《超自然行动组》带来巨人网络的戴维斯双击。
- **“出海SLG”：玩法融合创新，行业步入新一轮扩容周期，龙头厂商领先优势突出。**根据Sensor Tower，2024年及2025H1海外SLG手游市场规模达124.64、73.08亿美元，同比增长17%、25%，占海外手游市场规模的18%、21%，行业规模及市占率自2023Q4起稳步提升。根据伽马数据，2024年中国厂商出海收入达185.57亿美元，其中收入TOP100的出海游戏中，策略游戏占比达41.38%，预计策略游戏总体出海收入约77亿美元，占国产自研游戏出海规模的62%，出海优势显著。出海SLG单用户价值高，单款产品成功率低，但一旦实现爆款突破，其长生命周期带来的业绩稳健释放，回报率极高。出海SLG通过买量、品牌宣发进行用户获取，再通过玩法进行用户留存、转化、付费，因此从ROI角度来说，核心是如何提高用户付费LTV、点击率CTR、转化率CVR，以及降低买量成本CPM，从总体利润角度来说，核心是在提ROI的基础上，获取足够大的用户数。纵观SLG出海历程，玩法、题材都在紧紧围绕提用户数、用户付费LTV、点击率CTR、转化率CVR，和降买量成本CPM进行创新。当前阶段，以元趣的《Last War》、点点互动的《Whiteout Survival》实现了副玩法买量、休闲玩法融合创新的突破，进一步降低前端买量成本和长期留存，我们看好数值框架验证后，龙头厂商持续迭代产品，带来行业新一轮扩容，看好ST华通、神州泰岳等厂商产品持续突破，业绩稳步增长。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，新游表现不及预期风险，老游流水加速下滑风险，行业监管风险



■ 1、微恐搜打撤：大DAU社交长青游戏

■ 2、出海SLG：行业新一轮扩容周期

■ 3、主要厂商

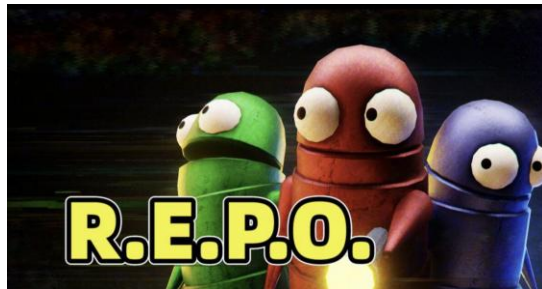
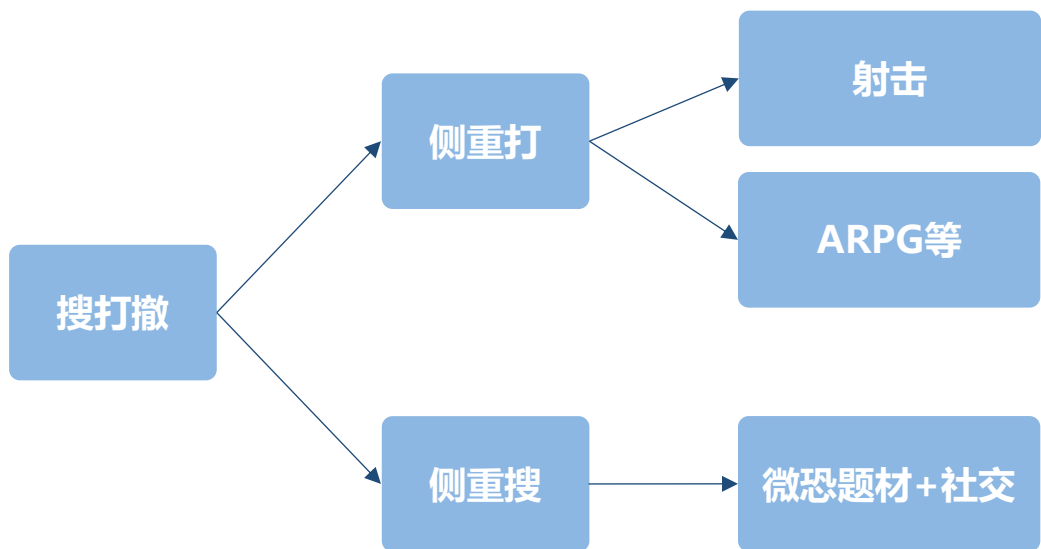
■ 4、风险提示

一、微恐搜打撤：大DAU社交长青游戏

1.1.搜打撤品类定义：风险与收益博弈的摸金游戏

- **何为“搜打撤”**：进入一个地图，获取有价值的战利品（“搜”），在与AI敌人和其他玩家的对抗中生存下来（“打”），并最终通过指定的撤离点成功离开（“撤”）。
- **玩法核心**：玩家局内行为与局外成长直接关联。玩家可以带着局内搜集的物资撤离，并转化为下一场对局的物资，例如更好的装备和武器，形成“投资-风险-回报”闭环，通过高死亡惩罚机制、胜利奖励机制的刺激，让玩家上瘾。
 - ✓ 高死亡惩罚机制：携带装备入场，在对局中一旦死亡，将永久失去携带入场的所有装备（即携带筹码开局，一旦落败，失去筹码）
 - ✓ 胜利奖励机制：在对局内成功搜集到的各种高价值物资，只要成功撤离就能带出并归为己有。（即胜利的话，筹码增多）

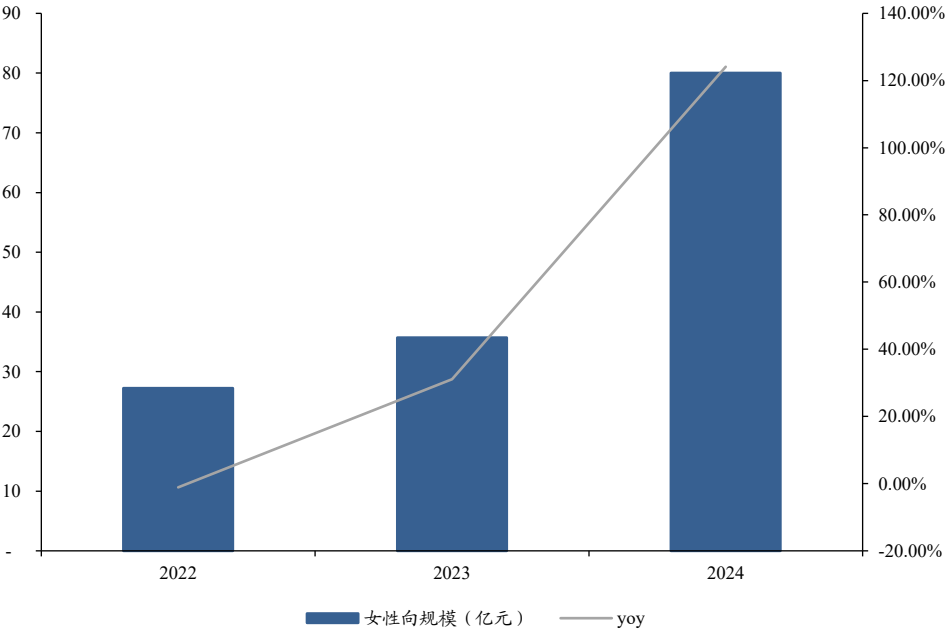
图：搜打撤游戏品类细分



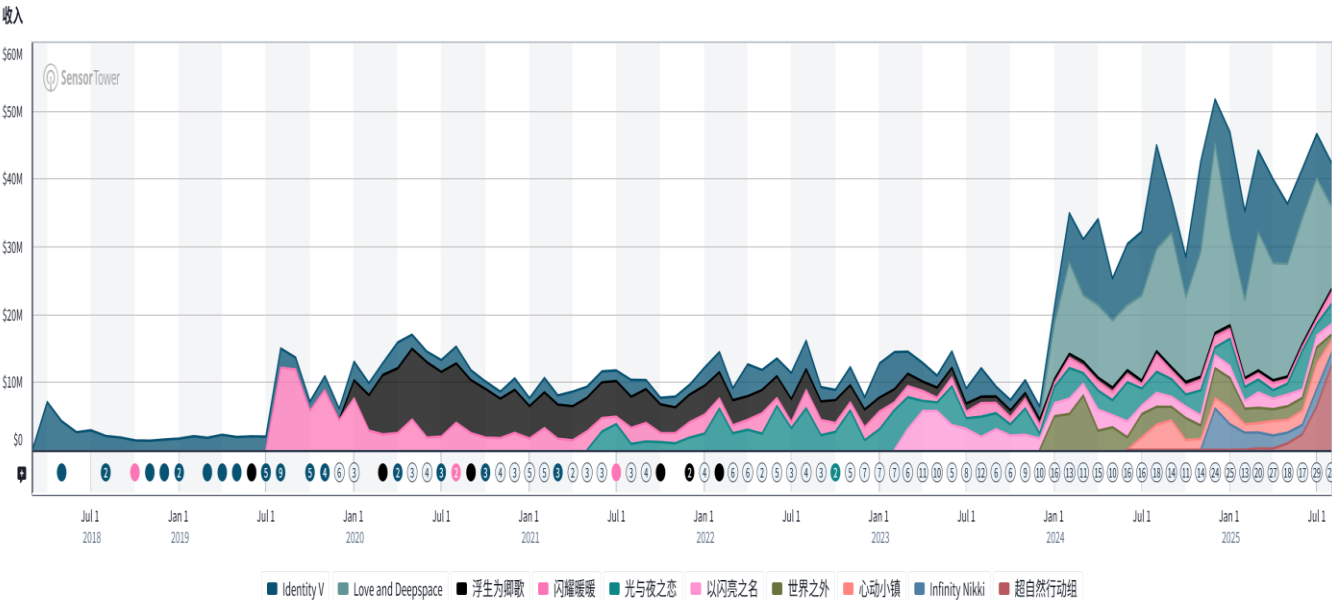
1.2.女性赛道崛起

➤ 根据伽马数据，2024年女性向游戏市场规模达80亿元，同比激增124.1%，增速远高于行业平均。品类上不断拓展，从乙女恋爱、换装、模拟经营到搜打撤、MMO等，女性玩家开始成为游戏市场不可忽视的玩家群体，根据亚洲市场调研和咨询公司Niko Partners于2024年发布的调查报告显示，亚洲女性游戏玩家的数量已经占玩家总数的37%。

图：中国女性向游戏市场规模（亿元）

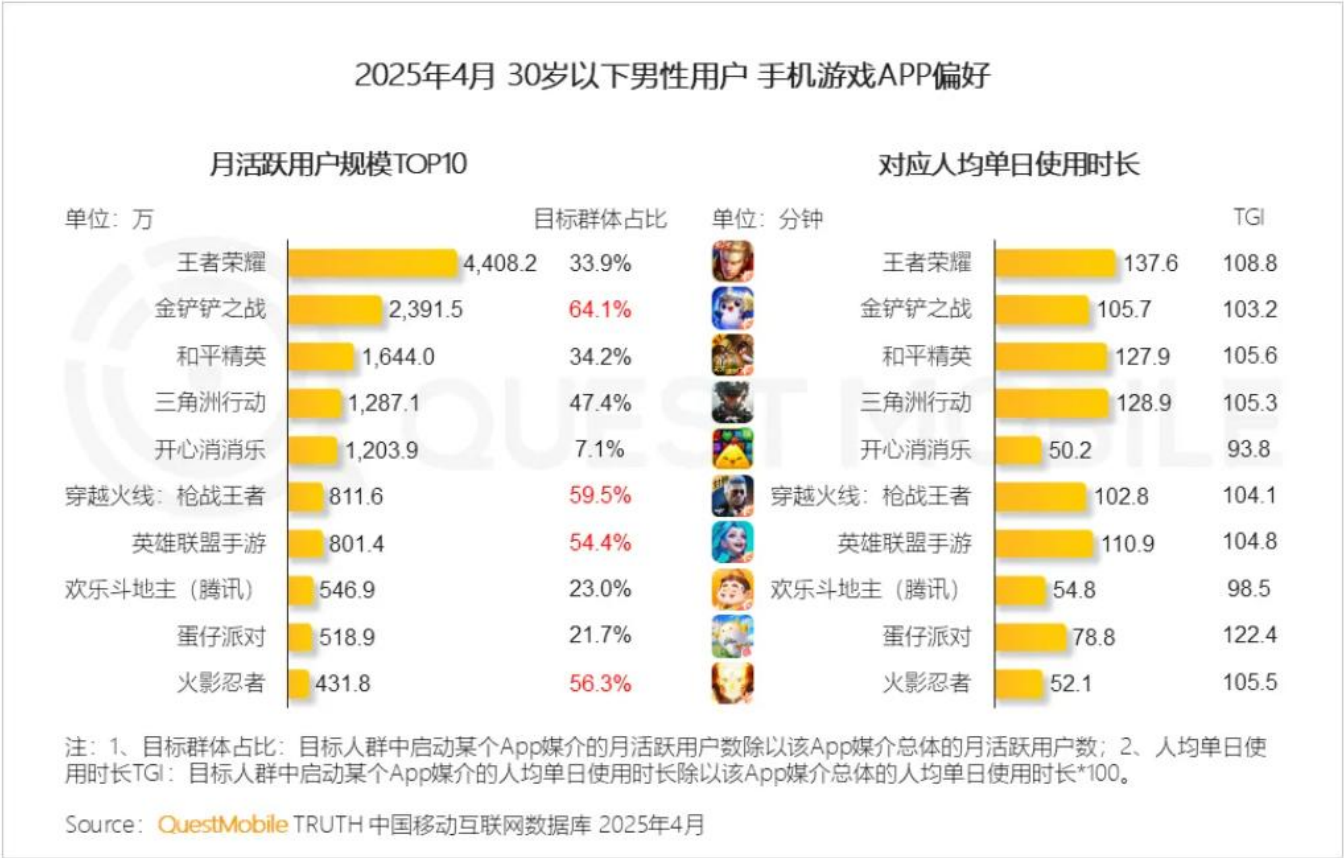


图：2018年以来女性用户占比较多的主要游戏iOS端日流水趋势



1.2.女性赛道崛起

- 射击搜打撤对抗性、竞技性强，其中头部产品《三角洲行动》以男性用户为主，根据Questmobile数据，2025年4月《三角洲行动》用户中，30岁以下男性占比达到47%，其他射击游戏《穿越火线》30岁以下男性用户占比达60%。
- 因此《超自然行动组》的出现正好填补了社交休闲“搜打撤”的空白，极低的上手门槛，根据巨量算数，《超自然行动组》女性占比62%。



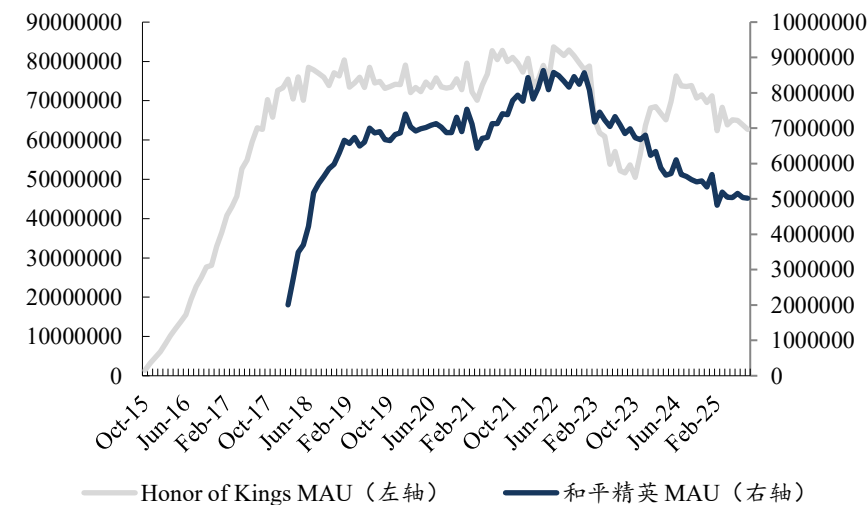
1.3. 《超自然行动组》有望成为长青游戏

- **玩法获验，用户稳步增长。**“一个人玩是恐怖游戏，两个人玩是冒险游戏，三个人玩是寻宝游戏，四个人玩是搞笑游戏”，《超自然》卡位微恐休闲社交“搜打撤”赛道，具备独特性，凭借玩法、直播效果等快速传播，于2025年暑期实现用户破圈。展望后续，参照《王者荣耀》《和平精英》等长线产品，短期用户规模受寒暑假、重点节日等影响而波动是正常现象，应重点关注用户留存，期待随着版本持续更新，十一、双旦、寒假等节点带动用户进一步增长。
- **商业模式验证。**
- **搭建玩家社交关系和社区氛围。**

《超自然行动组》日流水、DAU情况（美元，人）



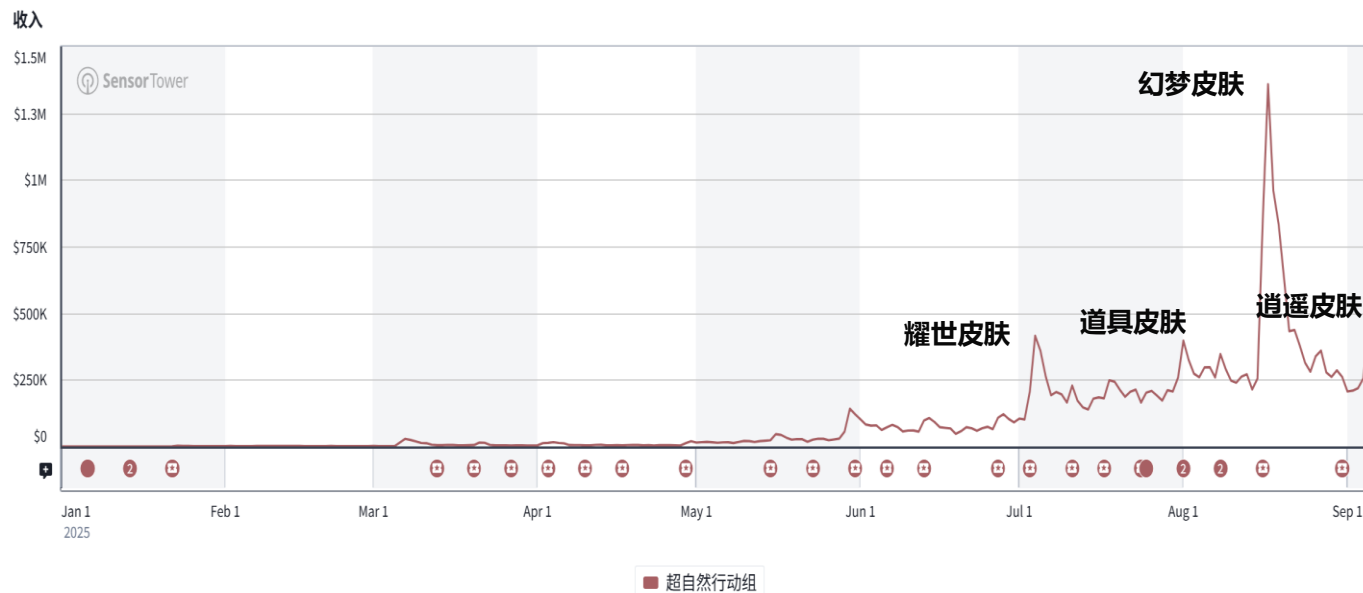
《王者荣耀》《和平精英》MAU情况（人）



1.3. 《超自然行动组》有望成为长青游戏

- **用户稳步增长。**
- **商业化模式验证。** 大DAU、建立社交关系的基础上，《超自然》核心商业化以皮肤、装饰、道具为主，重点皮肤上线节点均对应显著的流水高点，商业化模式成熟。展望后续，关注商业化运营的平衡和节奏，也看好联动IP破圈、做商业化。
- **搭建玩家社交关系和社区氛围。** 多人组队进入局内唠嗑打怪、寻宝、闯关的“轻量化社交”匹配手游玩家的社交需求，牵手探图+组队玩+玩家自发分享社媒将有效促进用户拉新、玩家社交关系搭建。此外，我们认为比心等平台上出现超自然陪玩品类也是游戏出圈、社区氛围趋好的一大验证。

《超自然行动组》日流水（美元）



比心品类上新 | 玩超自然行动组，领陪练优惠券！

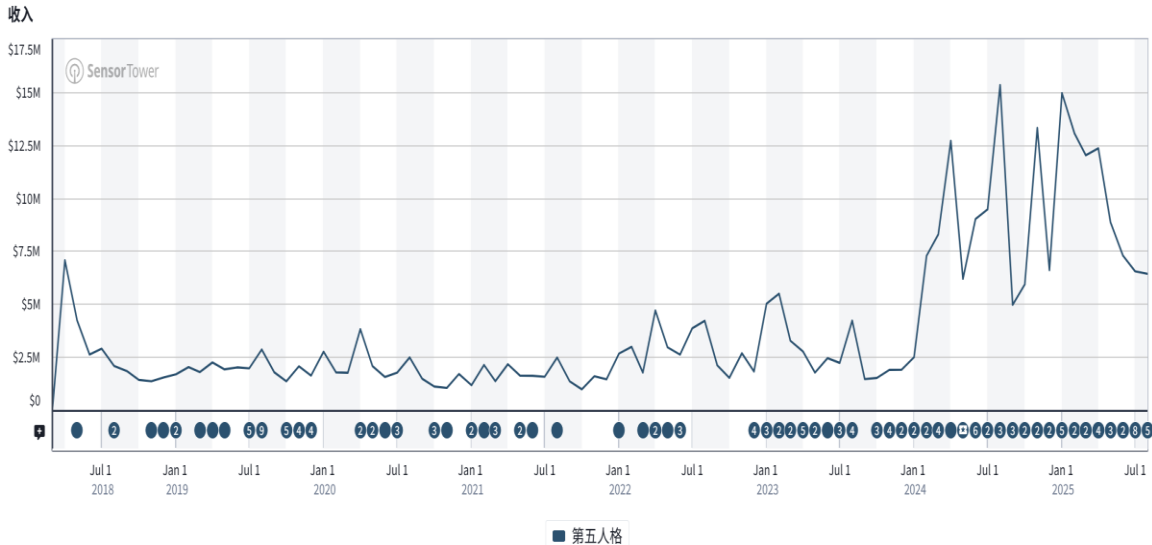
比心 2025年08月14日 12:04 上海



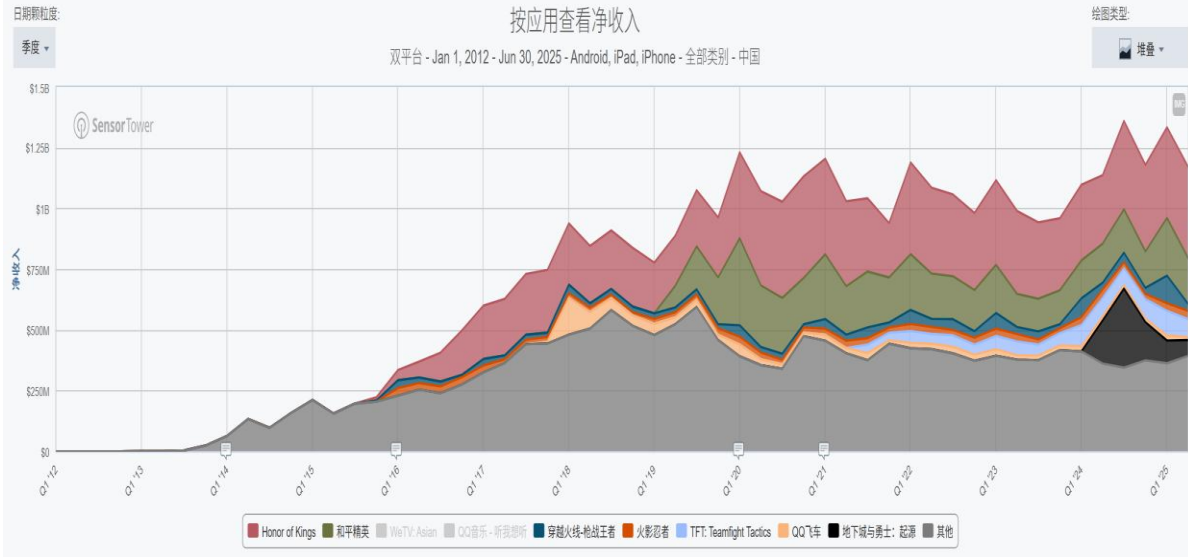
1.4.重视长青游戏的估值溢价

- **高利润率。**经过验证的玩法作为基础，通过IP联动、内容持续更新，长青游戏避免了高买量投入（即短平快产品上线初期需要大量的买量宣发），对应利润率显著较高。
- **业绩基石。**长青游戏流水相对稳定，生命周期长，对于游戏公司而言是业绩稳定器，可以缓解产品周期带来的业绩波动，同时长青游戏的利润垫也让游戏公司新游研发更有耐心、更长线。同时公司可以将长青游戏打造成IP（比如第五人格、王者荣耀等），通过IP联动等方式，实现长青游戏翻红。

《第五人格》国服月流水情况（美元）



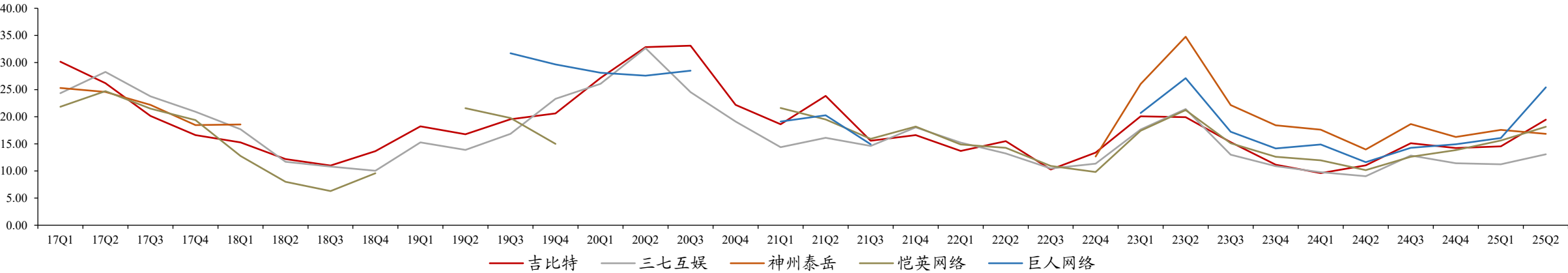
腾讯国内iOS端流水（美元）



1.4.重视长青游戏的估值溢价

- **A股游戏公司：**拥有长生命周期游戏的吉比特、神州泰岳享有估值溢价。
- **海外游戏公司：**IP化、长线运营的游戏公司估值较高。

A股游戏公司PE-Forward



表：海外游戏公司PE（数据截至2025年9月15日）

公司名称	证券代码	市值 (亿日元、亿美元)	PE		营业收入 (亿日元、亿美元)				营业收入yoy				归母净利润				归母净利润yoy			
			FY2026E	FY2027E	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Konami	9766.T	31,843	34	30	3,603	4,216	4,775	5,126	15%	17%	13%	7%	592	747	941	1,057	70%	26%	26%	12%
SEGA	6460.T	6,986	17	14	4,679	4,289	4,774	5,024	20%	-8%	11%	5%	331	451	400	497	-28%	36%	-11%	24%
CAPCOM	9697.T	21,411	39	34	1,524	1,696	1,888	2,086	21%	11%	11%	10%	434	485	550	627	18%	12%	14%	14%
BANDAI NAMCO	7832.T	32,617	26	24	10,502	12,415	12,763	13,429	6%	18%	3%	5%	1,015	1,293	1,250	1,377	12%	27%	-3%	10%
NINTENDO	7974.T	184,933	49	37	16,719	11,649	22,360	24,850	4%	-30%	92%	11%	4,906	2,788	3,737	5,005	13%	-43%	34%	34%
SQUARE ENIX	9684.T	12,308	39	36	3,563	3,245	2,997	3,196	4%	-9%	-8%	7%	149	244	316	342	-70%	64%	29%	8%
KOEI TECMO	3635.T	6,389	21	20	846	832	902	948	8%	-2%	8%	5%	338	376	302	319	9%	11%	-20%	6%
NEXON	3659.T	27,967	28	25	4,234	4,462	4,589	4,960	20%	5%	3%	8%	706	1,348	983	1,113	-30%	91%	-27%	13%
EA	EA.O	431	48	29	74	74	79	83	1%	-1%	7%	5%	13	11	9	15	59%	-12%	-19%	67%
TAKETWO	TTWO.O	454	86	28	53	56	61	94	1%	6%	9%	52%	4	4	5	17	-26%	5%	19%	211%
PE均值 (含TTWO)			39	28					营收增速均值		15%	12%					归母增速 (含TTWO)		4%	40%
PE均值 (不含TTWO)			34	28													归母增速 (不含TTWO)		2%	21%

备注：1、Nexon为自然年，23/24A、25/26E；2、TTWO为经调整净利润

二、SLG：出海吸金品类，行业新一轮扩容周期

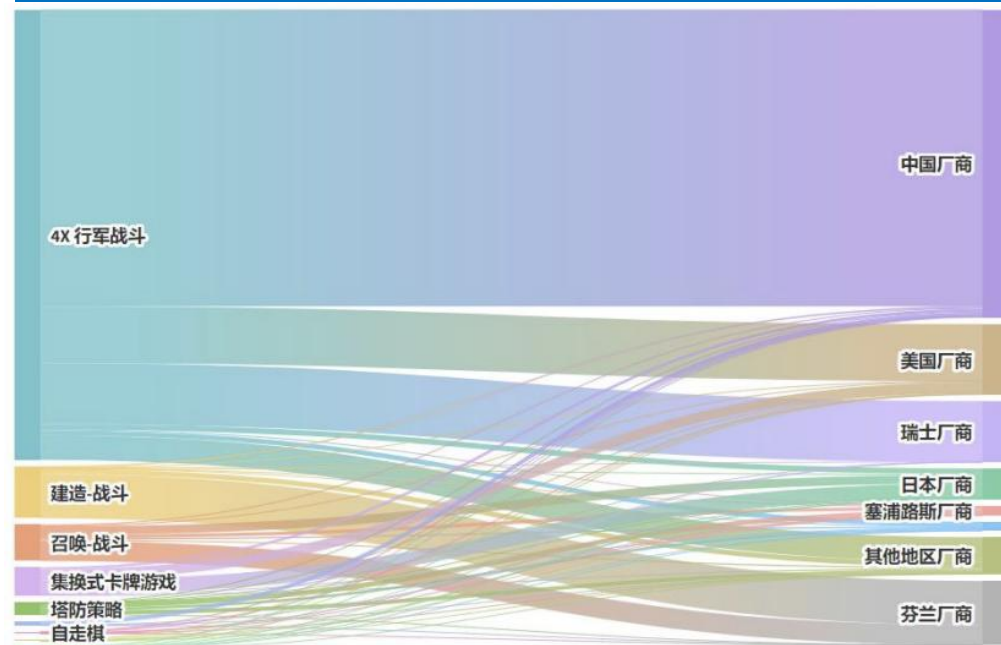
2.1.SLG品类定义：以战斗和社交为核心的策略游戏

- SLG（Simulation Game）原意为模拟经营游戏，后由于策略游戏（Strategy Game）收入占比较高，因此SLG也窄化为策略游戏。**SLG是以资源管理、策略规划、执行为核心机制的游戏类型，依赖玩家的短中期策略达成游戏目标（对战征服、生存发展等）。**
- 根据玩法侧重点，SLG可细分为4X行军战斗、建造战斗、塔防策略、自走棋等多个子类型，**其中4X行军战斗行业规模占比最大，也是中国厂商SLG出海的主要品类。**4X行军战斗中的4X即探索（explore）、扩张（expand）、开发（exploit）和征服（exterminate），游戏初始玩家在大地图上探索、扩张地块，对已控制区域进行资源开发利用，提升实力，并通过强社交的合纵联盟，征服、消灭其他对手来获取更多地块和资源。

图：SLG游戏分类



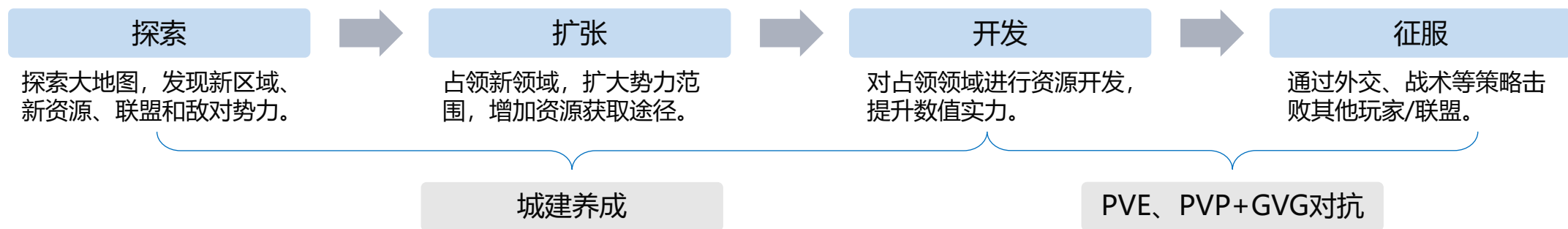
图：2022海外SLG市场收入分布及流向



2.1. 4X SLG分类：强化数值的COK-Like、强化策略的率土-Like

- 海外以COK-Like及其演变玩法为主，中国大陆呈COK-Like与率土Like共存局面。4X SLG从大类上可以进一步细分为强数值驱动的COK-Like，以及强策略驱动的率土-Like。由于COK-Like数值成长及对抗更为短平快、且个人体验突出、社交压力小，更符合海外玩家的文化背景及手游需求，因此是海外4X SLG的主要品类。

图：SLG游戏玩法分类

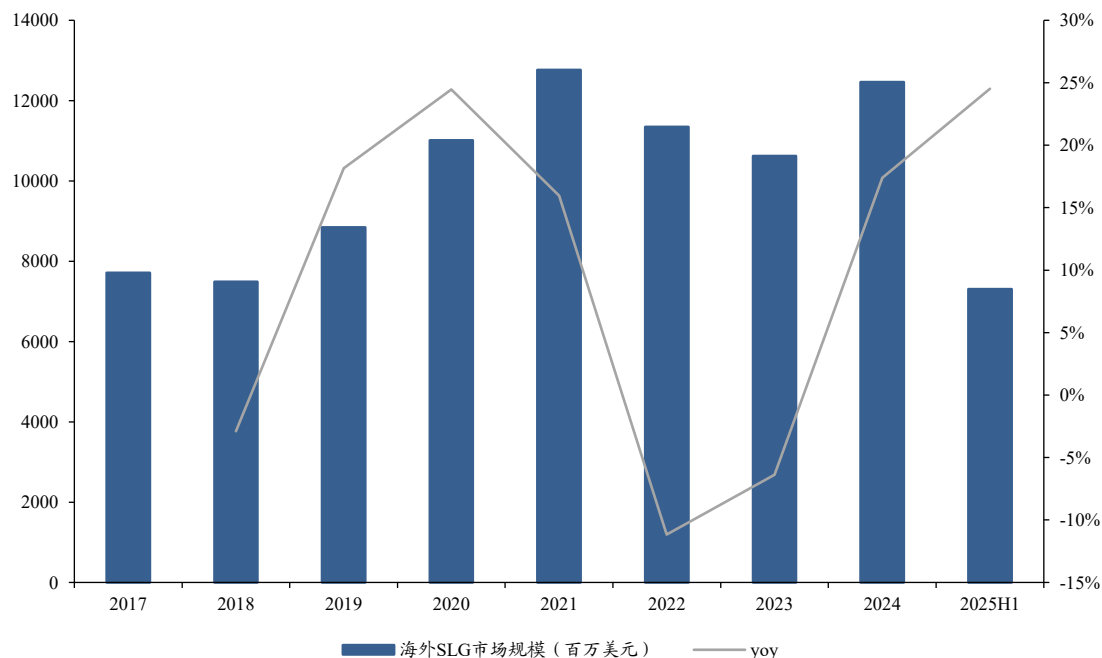


COK-Like	强数值驱动： 升级主城、生产资源，付费点为加速卡、直接资源售卖	———>———	战斗强调数值碾压，即兵力强大概率战胜兵力弱，联盟主要提供加速增益和付费优惠等，协同作战属性较弱
率土-Like	弱化城建，限制付费提升数值的上限，通过赛季制重置局内数值	———>———	强策略驱动： 战斗强调战术策略、阵容搭配、战法联动、兵种克制，并且联盟作为核心玩法，成员需协同作战

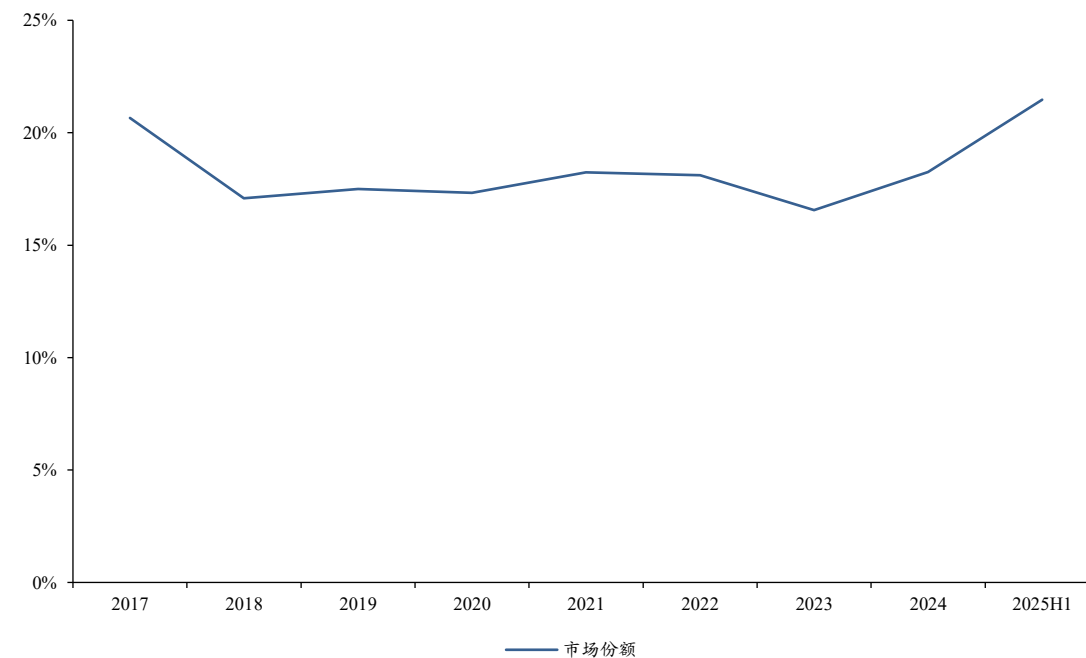
2.2.市场概况：25H1市场规模达73亿美元，中国厂商出海优势显著

- 根据Sensor Tower，2024年及2025H1海外SLG手游市场规模达124.64、73.08亿美元，同比增长17%、25%，占海外手游市场规模的18%、21%，行业规模及市占率自2023Q4起稳步提升。
- 根据伽马数据，2024年中国厂商出海收入达185.57亿美元，其中收入TOP100的出海游戏中，策略游戏占比达41.38%，预计策略游戏总体出海收入约77亿美元，占国产自研游戏出海规模的62%，出海优势显著。

图：海外SLG市场规模（百万美元；%）



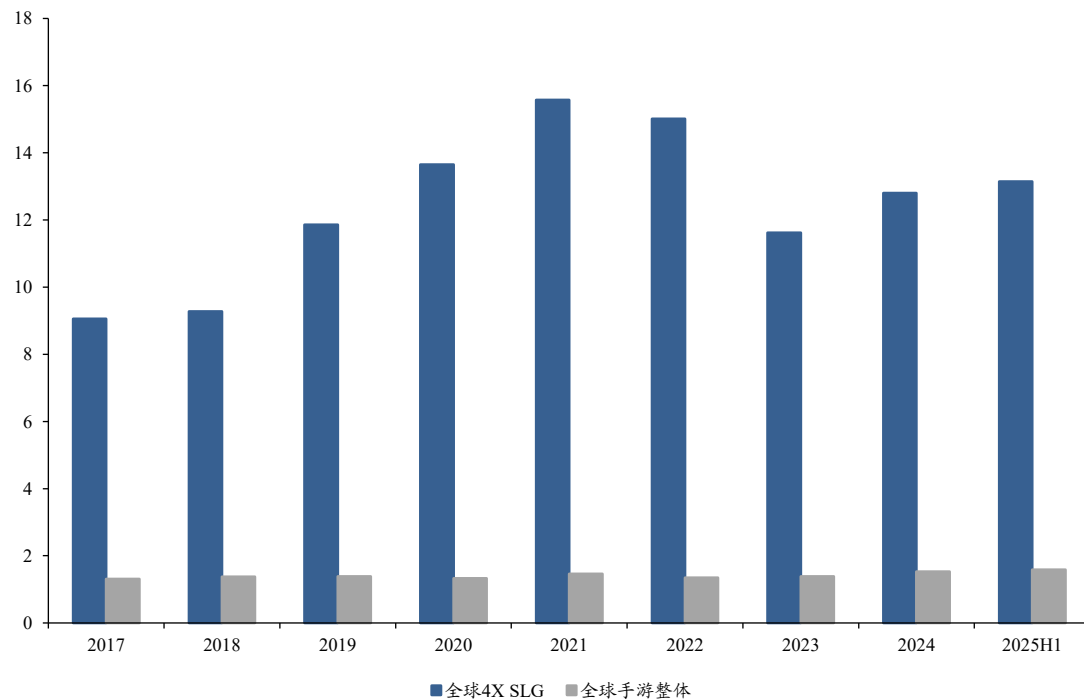
图：海外SLG占手游大盘比例



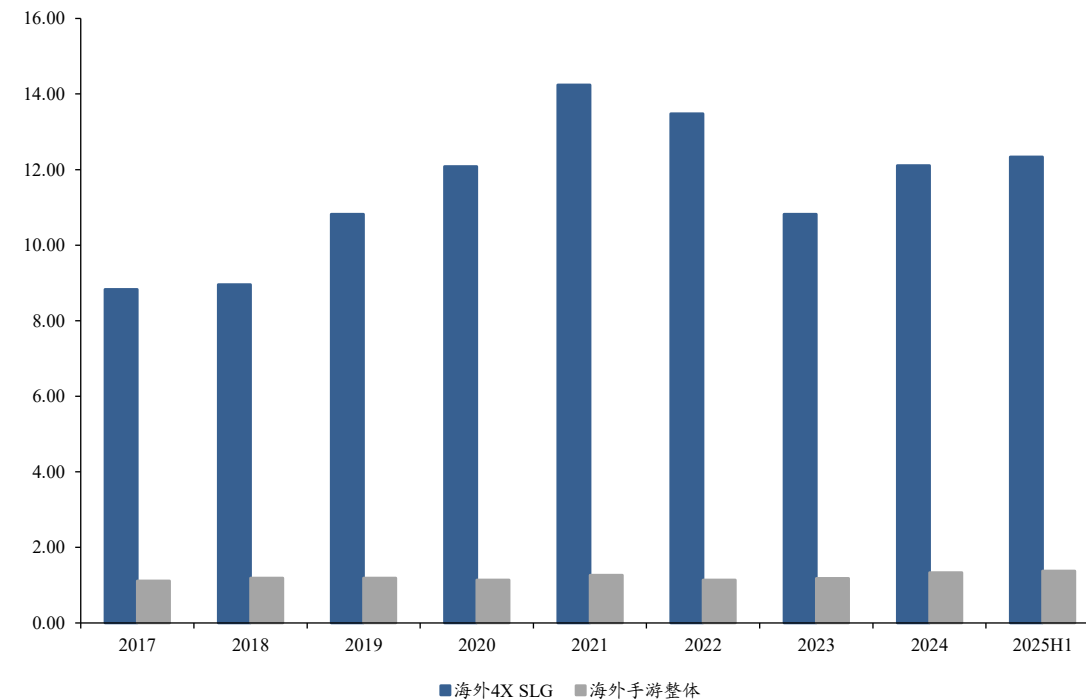
2.3.品类特点：低胜率，但高投入、高回报

- **单用户价值高。**SLG作为高ARPU（每用户平均收入）代表，用户价值量高，我们以Sensor Tower统计的每单次下载收入（RPD，Revenue Per Download）为衡量指标，可以看到4X SLG的RPD远高于整体手游水平，2025H1是整体手游的8-9倍。

图：全球游戏RPD情况（单位：美元）



图：海外游戏RPD情况（单位：美元）



2.3.品类特点：低胜率，但高投入、高回报

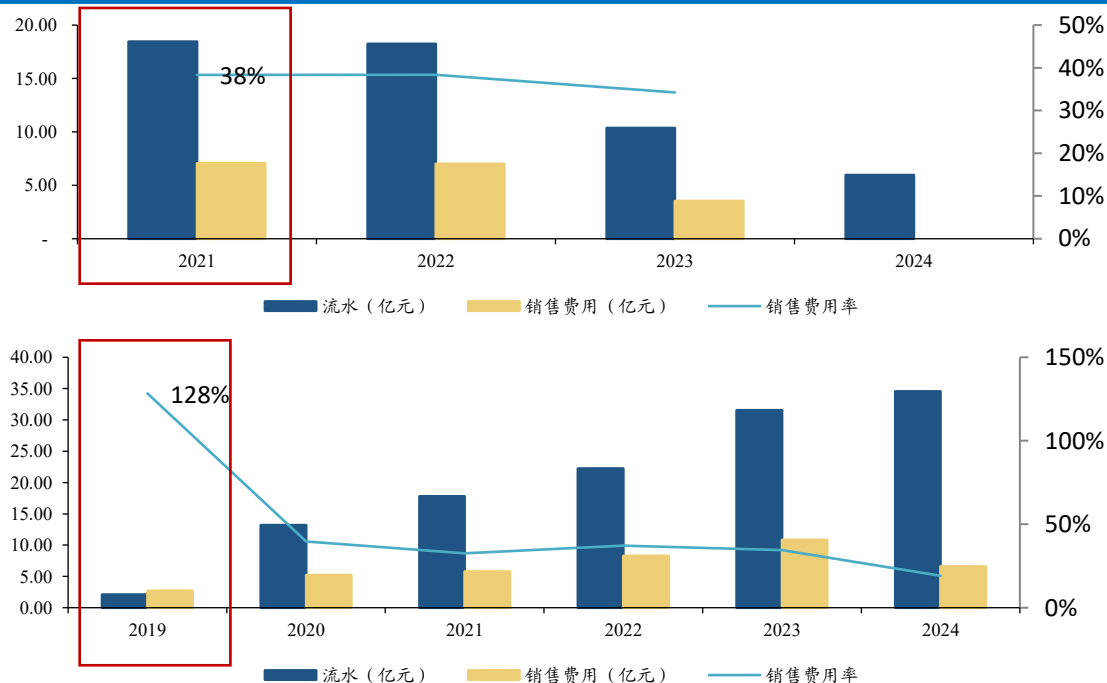
- **低胜率**：SLG数值设计的广度与深度远超其他品类，要兼顾资源获取、城建发展、阵容对抗底层玩法，同时兼顾阵容环境策略、战场即时策略、GVG宏观策略打磨，单款产品成功率低。
- **高投入**：**SLG研发团队规模较小，研发投入并不高，高投入主要体现为买量。**SLG游戏前期需要投入较多买量获取用户，搭建玩家生态，同时由于单用户价值高，竞争激烈，因此单付费用户获取成本高、回本周期长，根据巨量引擎披露的数据，国内SLG单付费用户获取成本在833-4000元区间，回本周期为8-10个月，显著高于其他品类。对应到单款游戏的财务表现上，前期销售费用投入大，回收具备一定不确定性，比如神州泰岳的《Age of Origins》于2018年9月测试上线，2019年销售费用达流水128%，对比吉比特的《一念逍遥》2021年2月上线，首年销售费用为流水的38%。

巨量引擎各游戏品类付费成本及回收周期概况

游戏类型	CPM(元)	CTR	CVR	单个付费用户获取成本(元)	回收周期
塔防	35-45	1.0-1.2%	0.5-0.7%	417-900	3-5个月
融合like	35-45	1.5-1.7%	0.5-0.7%	294-600	4-6个月
二合三消	20-30	1.5-1.7%	0.2-0.4%	294-1000	4-6个月
轻度休闲	15-25	2.8-3.0%	0.6-0.8%	63-149	3-5个月
RPG	15-25	1.5-1.7%	0.7-0.9%	98-238	4-6个月
SLG	30-40	1.0-1.2%	0.1-0.3%	833-4000	8-10个月
模拟经营	20-30	1.3-1.5%	0.1-0.3%	444-2308	4-6个月
放置卡牌	40-50	1.0-1.2%	0.5-0.7%	476-1000	3-5个月

备注：CVR为点击转化率，此处为以付费为目标的转化率；CPM为每千次展示成本，CTR为点击率，单个付费用户获取成本=CPM/ (CTR*CVR*1000)

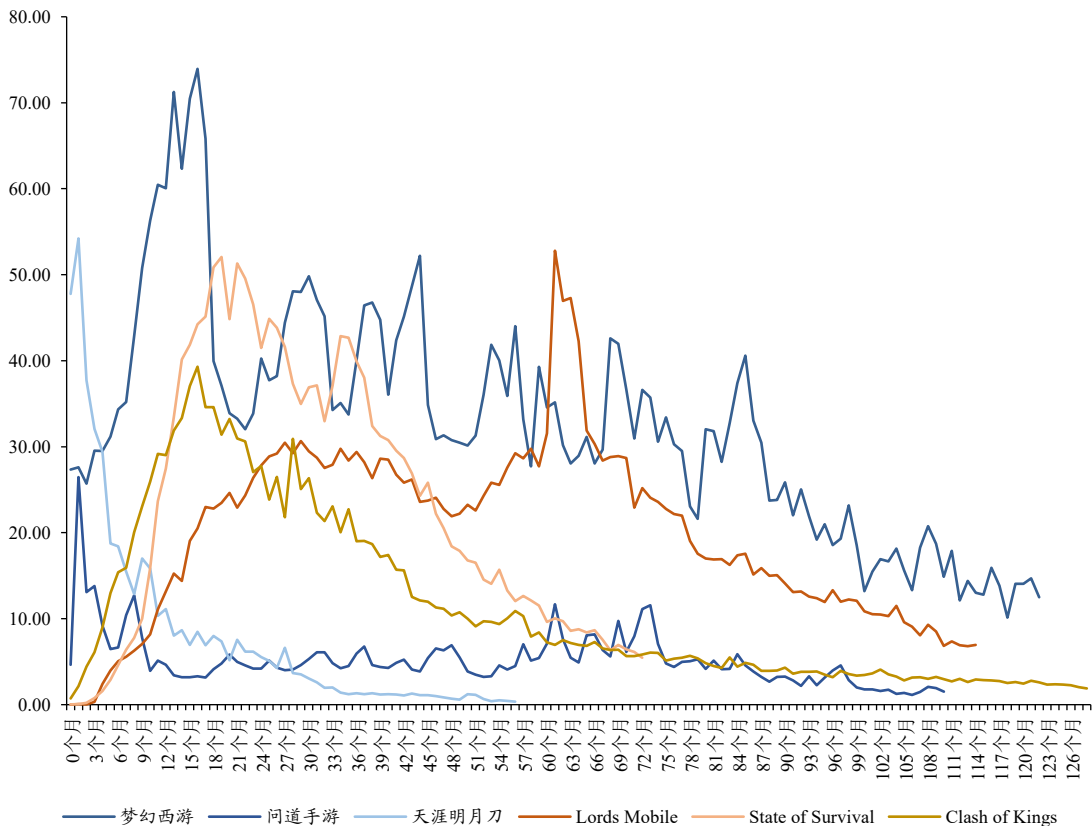
MMO《一念逍遥》(上)、SLG《Age of Origins》(下)流水、销售费用趋势



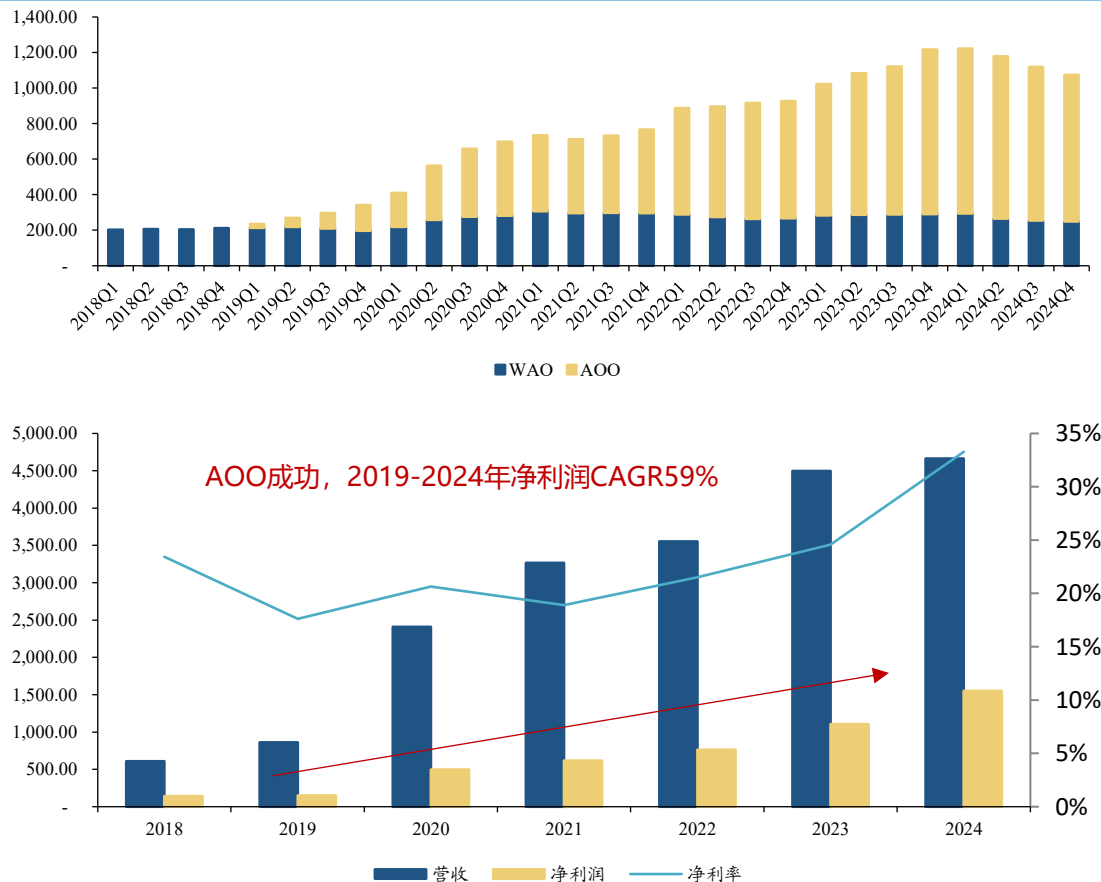
2.3.品类特点：低胜率，但高投入、高回报

- **高回报：长生命周期带来业绩稳健释放，利润率稳步提升。**SLG游戏上线后流水逐步爬升，并在达到峰值后缓慢回落，但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。同时SLG产品生命周期长，比如SLG的《Lords Mobile》《State of Survival》《Clash of Kings》流水衰减至峰值50%大约耗时10/25/20个月（其中《Lords Mobile》若以第一阶段的流水峰值计算，则为59个月），平均高于MMO的《问道手游》《天涯明月刀》的7/4个月（MMO《梦幻西游》为70个月）。长生命周期带来稳健的利润释放节奏，若有新游推出，利润将呈现“迈台阶式”增长，以神州泰岳的壳木为例，《War and Order》《Age of Origins》相继成功，对应2019-2024年净利润CAGR达59%。

MMO及出海SLG游戏自上线以来流水趋势（单位：百万美元）



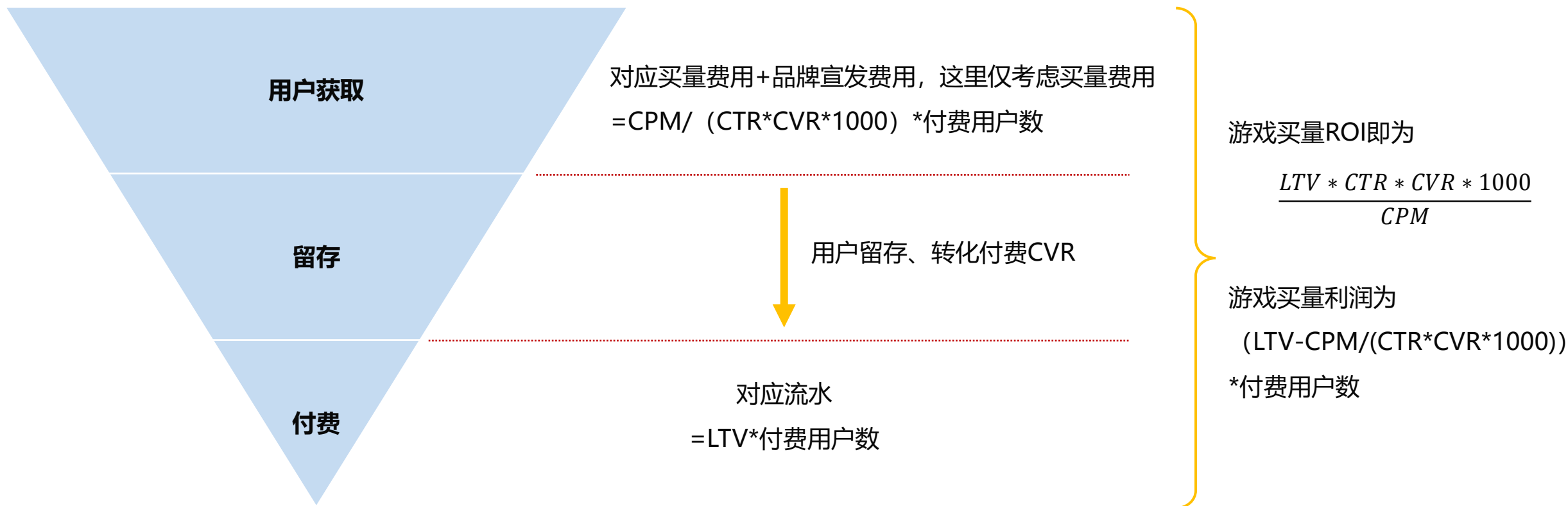
神州泰岳壳木游戏流水（上，百万元）、营收及净利润趋势（下，百万元）



2.4.产品模型：获客、留存、付费

- 游戏产品通过买量、品牌宣发进行用户获取，再通过玩法进行用户留存、转化、付费，因此从ROI角度来说，核心是如何提高用户付费LTV、点击率CTR、转化率CVR，以及降低买量成本CPM，从总体利润角度来说，核心是在提ROI的基础上，获取足够大的用户数。

图：SLG游戏漏斗模型及买量ROI计算公式

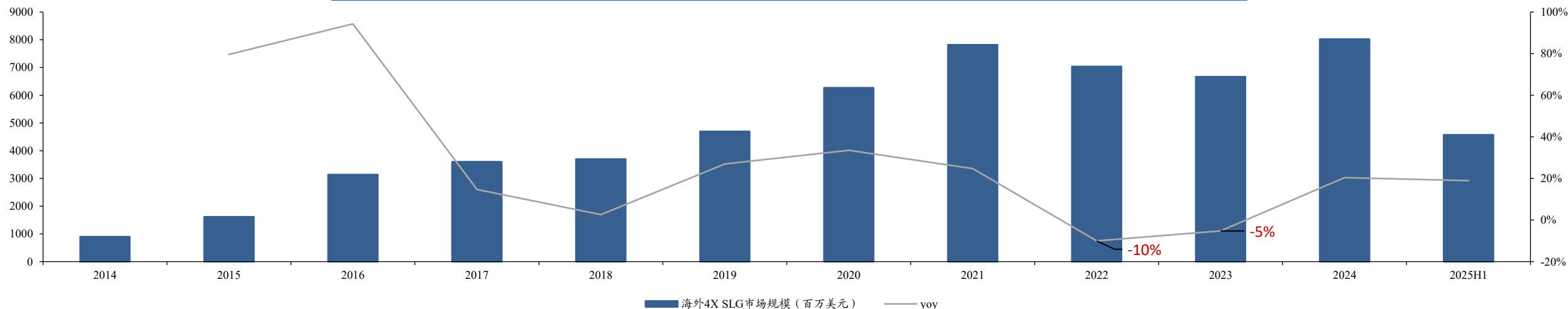


备注：CVR为点击转化率，此处为以付费为目标的转化率；CPM为每千次展示成本，CTR为点击率，单个付费用户获取成本= $\text{CPM} / (\text{CTR} * \text{CVR} * 1000)$ ；ARPPU为单付费用户付费金额

2.5.趋势复盘：主线是降买量成本、扩用户盘、提付费和留存

➤ 纵观SLG出海历程，玩法、题材都在紧紧围绕提用户数、用户付费LTV、点击率CTR、转化率CVR，和降买量成本CPM进行创新。

图：海外4X SLG市场规模



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

2017



Guns of Glory
Funplus
大航海热兵器题材

2018



Rise of Kingdoms
莉莉丝
自由行军
简化卡牌养成
强化大地图PVP

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
Camel Games 壳木
科幻题材



The Ants
StarUnion
蚂蚁题材

2023



Last War: Survival
FUNFLY
数字门副玩法+SLG

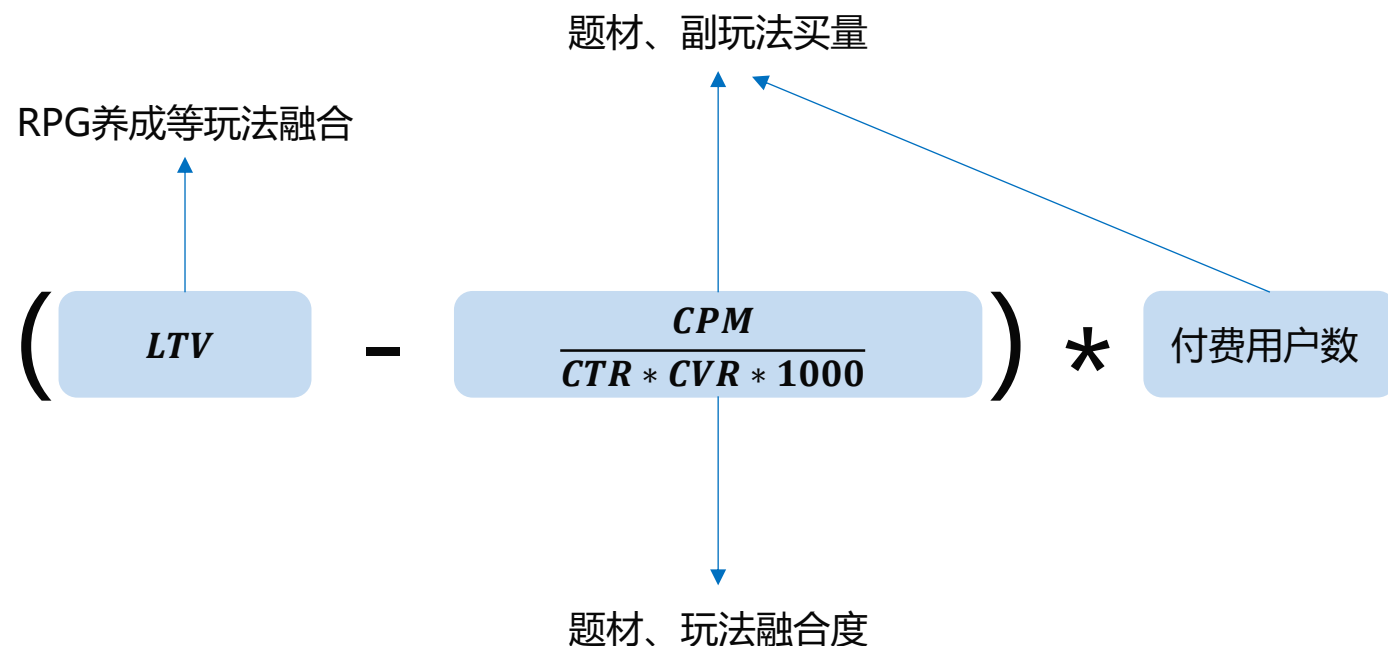


Whiteout Survival
Century Games
冰雪题材
模拟经营+SLG

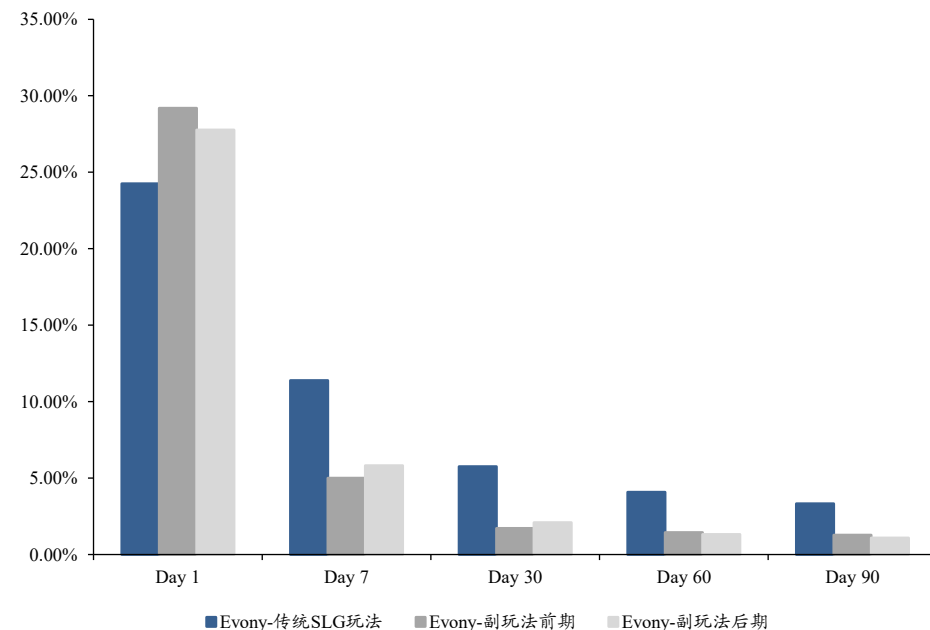
2.6.趋势前瞻：数值框架获验，行业步入新一轮扩容周期

- **Evony**：2016Q2传统SLG玩法买量阶段，用户进入后即开启SLG玩法，次留偏低，但筛选的核心SLG用户长留表现较好，2020Q2开启的副玩法买量，引导用户拉环 获得游戏资源 激励玩家尝试SLG主玩法 进入SLG主玩法，衔接较为粗糙，因此玩家在前期“拉环”后进入到主玩法阶段流失率较高，次留高，但长留表现显著低于传统SLG玩法买量。

出海SLG迭代思路



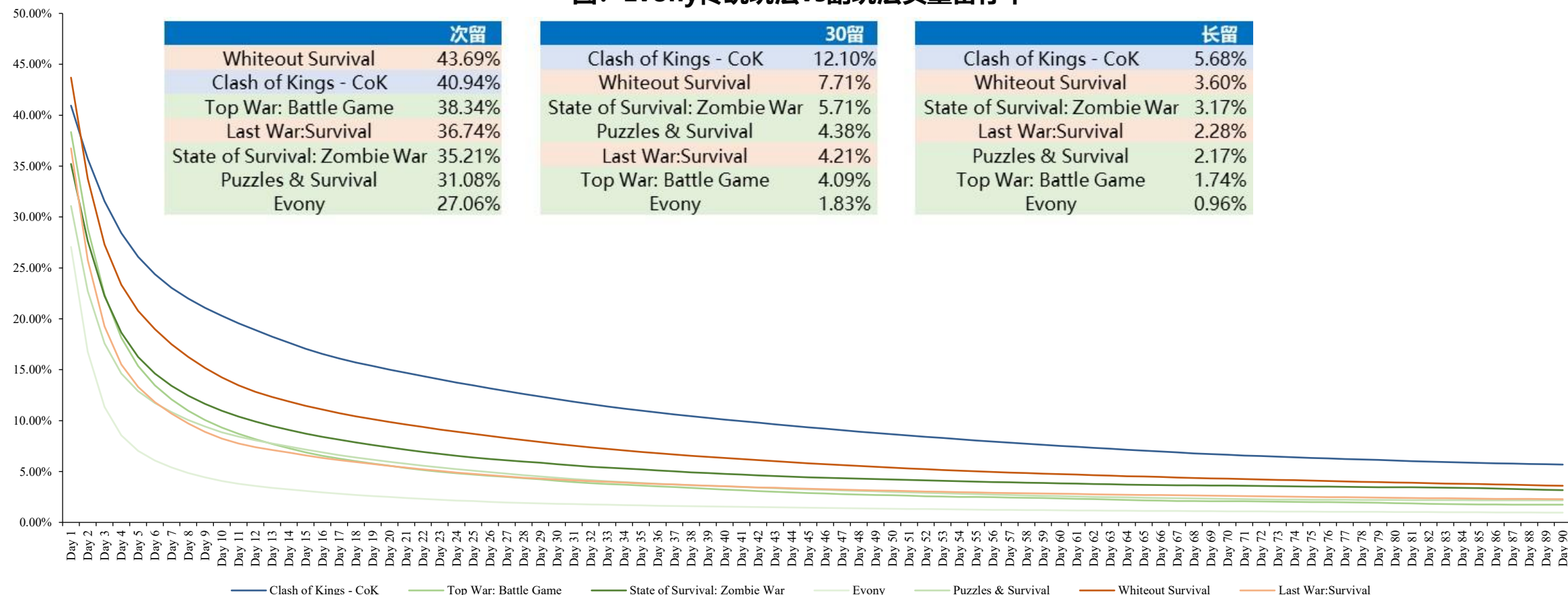
图：Evony传统玩法vs副玩法买量留存率



2.7.趋势前瞻：数值框架获验，行业步入新一轮扩容周期

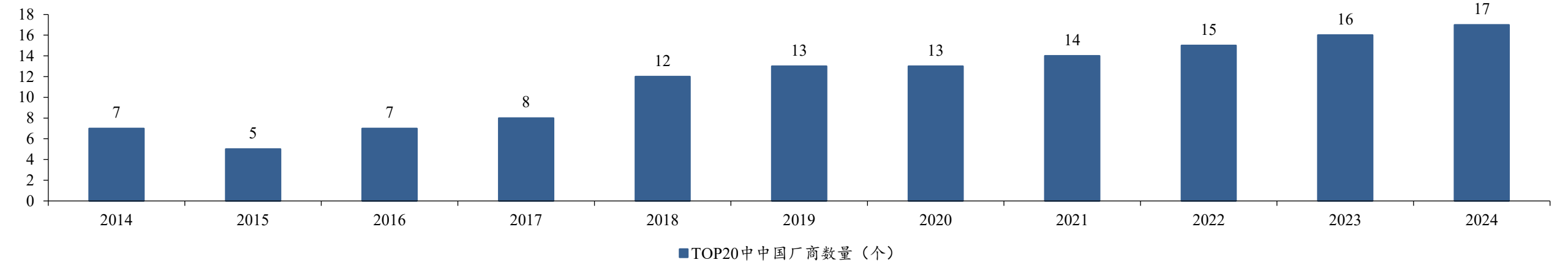
- 当前Whiteout Survival、Last War验证了SLG+X、副玩法买量的空间，并为行业提供了副玩法+主玩法衔接、SLG+X衔接流失率高的解决方案，有望带来行业新一轮扩容。

图：Evony传统玩法vs副玩法买量留存率



2.8.趋势前瞻：数值框架获验，龙头厂商领先优势凸显

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	Supercell	Supercell	Supercell	Supercell	Supercell	Supercell	FunPlus	FunPlus	Supercell	Supercell	FUNFLY PTE. LTD.
2	AppLovin Corp	AppLovin Corp	AppLovin Corp	AppLovin Corp	IGG 天盟数码	FunPlus	Supercell	Supercell	FunPlus	FunPlus	Century Games
3	北京哆咪	ELEX 智明星通	ELEX 智明星通	IGG 天盟数码	FunPlus	IGG 天盟数码	Lilith 莉莉丝	Lilith 莉莉丝	Lilith 莉莉丝	Lilith 莉莉丝	Supercell
4	IGG 天盟数码	IGG 天盟数码	IGG 天盟数码	ELEX 智明星通	AppLovin Corp	Lilith 莉莉丝	IGG 天盟数码	IGG 天盟数码	Long Tech 龙创悦动	Long Tech 龙创悦动	FunPlus
5	Stillfront Group	Stillfront Group	Interesting Game Network Limited	FunPlus	ELEX 智明星通	AppLovin Corp	Yotta	Yotta	TOP GAMES INC.	Camel Games 壳木	Camel Games 壳木
6	Gaea Mobile	Microsoft Corporation	Stillfront Group	ONEMT 龙腾简合	Warner Bros. Discovery	Yotta	Long Tech 龙创悦动	Camel Games 壳木	37GAMES 三七互娱	TOP GAMES INC.	TOP GAMES INC.
7	Tap4Fun 尼毕鲁	北京哆咪	Plarium LLC	Interesting Game Network Limited	ONEMT 龙腾简合	Warner Bros. Discovery	Camel Games 壳木	Long Tech 龙创悦动	Camel Games 壳木	37GAMES 三七互娱	Lilith 莉莉丝
8	Garden City Games	Take-Two Interactive	ONEMT 龙腾简合	Plarium LLC	Yotta	Long Tech 龙创悦动	AppLovin Corp	River Game HK Limited	Yotta	Century Games	37GAMES 三七互娱
9	DeNA Co., Ltd.	Tap4Fun 尼毕鲁	Microsoft Corporation	Nintendo Co., Ltd.	Stillfront Group	Scopely	Scopely	37GAMES 三七互娱	IGG 天盟数码	IGG 天盟数码	River Game HK Limited
10	Electronic Arts	MTG	Tap4Fun 尼毕鲁	Stillfront Group	Plarium LLC	ELEX 智明星通	Warner Bros. Discovery	TOP GAMES INC.	River Game HK Limited	River Game HK Limited	IGG 天盟数码
11	Microsoft Corporation	Garden City Games	Take-Two Interactive	Pocket Gems, Inc.	Tap4Fun 尼毕鲁	Stillfront Group	Stillfront Group	Alibaba 阿里巴巴	Alibaba 阿里巴巴	Yotta	Long Tech 龙创悦动
12	Take-Two Interactive	Modern Times Group	Modern Times Group	Tap4Fun 尼毕鲁	Modern Times Group	ONEMT 龙腾简合	Yostar 悠星网络	Scopely	Tap4Fun 尼毕鲁	Tap4Fun 尼毕鲁	Tencent 腾讯
13	Modern Times Group	Gaea Mobile	BluStar Games Limited	Camel Games 壳木	Nintendo Co., Ltd.	Camel Games 壳木	ONEMT 龙腾简合	AppLovin Corp	Scopely	Alibaba 阿里巴巴	Scorewarrior
14	Gameloft	SecretNewCo, Inc.	Pocket Gems, Inc.	Modern Times Group	Camel Games 壳木	Zlong Games 紫龙游戏	TOP GAMES INC.	Warner Bros. Discovery	ELEX 智明星通	StarUnion	Tap4Fun 尼毕鲁
15	Space Ape Games	Electronic Arts	北京哆咪	Take-Two Interactive	Interesting Game Network Limited	Modern Times Group	Modern Times Group	Stillfront Group	StarUnion	Moonton Games	Yotta
16	Innova Solutions FZ-LLC	Big Huge Games.	Camel Games 壳木	Microsoft Corporation	Pocket Gems, Inc.	Tap4Fun 尼毕鲁	ELEX 智明星通	ELEX 智明星通	Stillfront Group	Tencent 腾讯	Moonton Games
17	HRGAME	Gameloft	gumi Inc.	gumi Inc.	Lilith 莉莉丝	Plarium LLC	Moonton Games	Tap4Fun 尼毕鲁	AppLovin Corp	ELEX 智明星通	Modern Times Group
18	XYRALITY GmbH	gumi Inc.	Embracer Group	TOP GAMES INC.	Long Tech 龙创悦动	Moonton Games	Tap4Fun 尼毕鲁	ONEMT 龙腾简合	Moonton Games	Modern Times Group	StarUnion
19	ELEX 智明星通	Gala Games Inc.	MTG	BluStar Games Limited	VolcanoGames	CHUANG COOL 创酷	River Game HK Limited	Modern Times Group	NetEase 网易	AppLovin Corp	Alibaba 阿里巴巴
20	Camel Games 壳木	Ember Entertainment	asobism	JOYCITY Corp.	EFun 易幻网络	Dianchu 点触科技	111%	Moonton Games	Modern Times Group	Scopely	Yostar 悠星网络

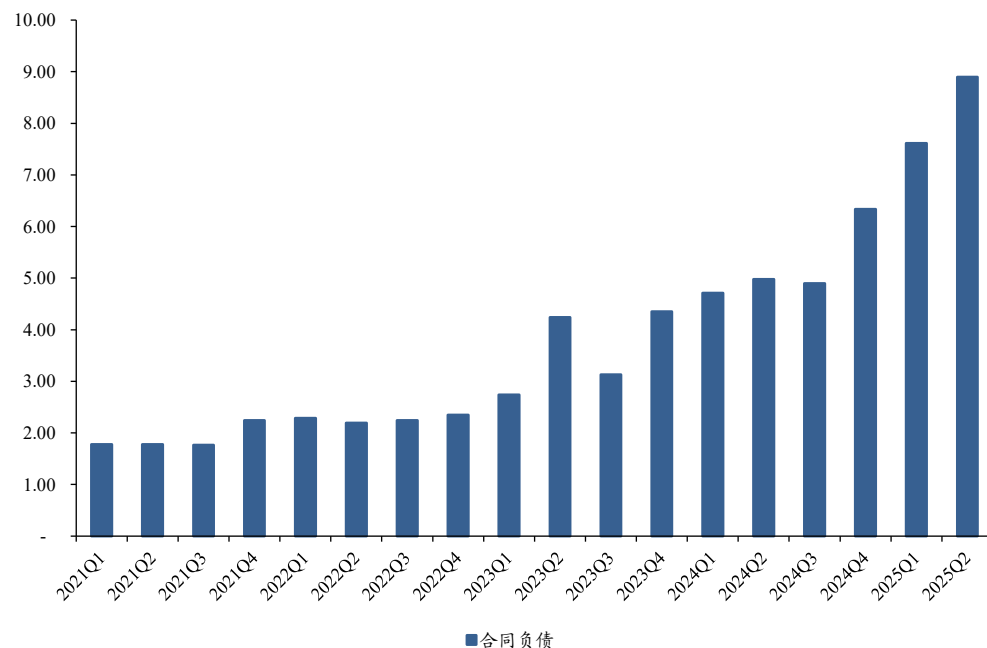


三、主要厂商

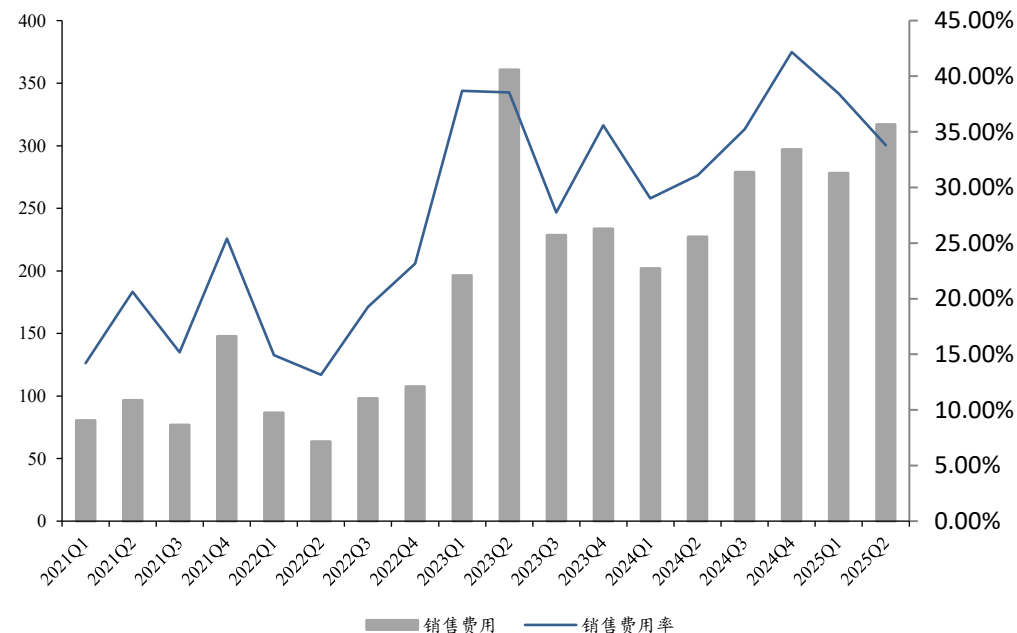
巨人网络：看好《超自然行动组》带来戴维斯双击

- **《超自然行动组》持续玩法迭代，利润有望逐步释放。**《超自然》于2025年初开启不删档付费测试，后凭借题材、玩法出圈、社交裂变，2025Q2起用户规模及流水呈指数级增长，屡创新高，贡献显著流水增量。截止2025H1，公司合同负债达8.89亿元，yoy+3.92亿元，qoq+1.28亿元，创历史新高，我们预计主要系《超自然》部分流水需递延确认，看好其于2025Q3起逐步确认，释放利润。另一方面，2025Q2公司销售费用为3.17亿元，销售费用率33.78%，yoy+2.69pct，qoq-4.63pct，我们认为亦验证了《超自然》低销售费用投入、高利润率，看好《超自然》作为公司大DAU产品的又一突破，有望成为长青爆款，在扩大公司业绩基本盘的同时，有望提升公司整体估值。
- **风险提示：**行业竞争加剧，老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

巨人网络合同负债（百万元）



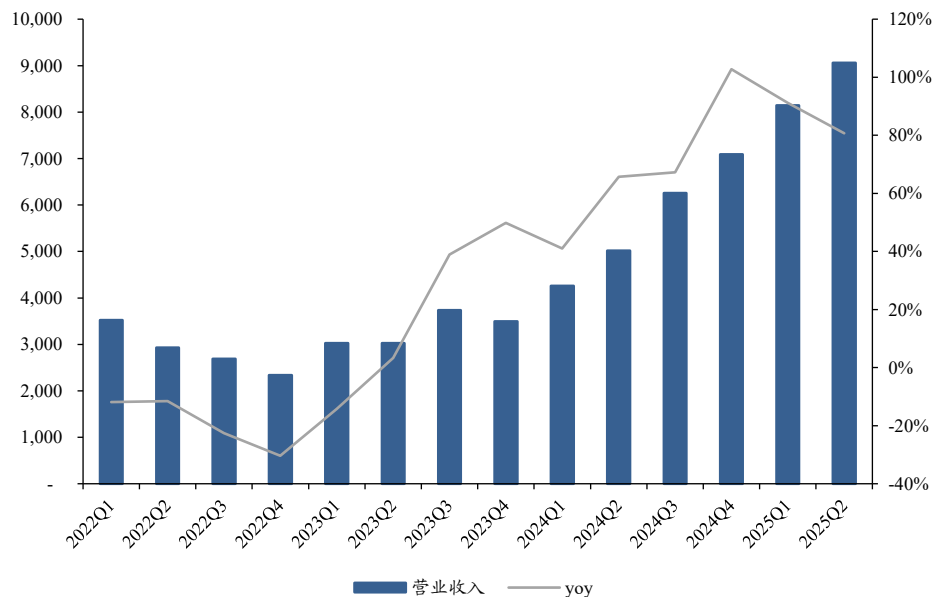
巨人网络销售费用（百万元，左）及销售费用率（右）



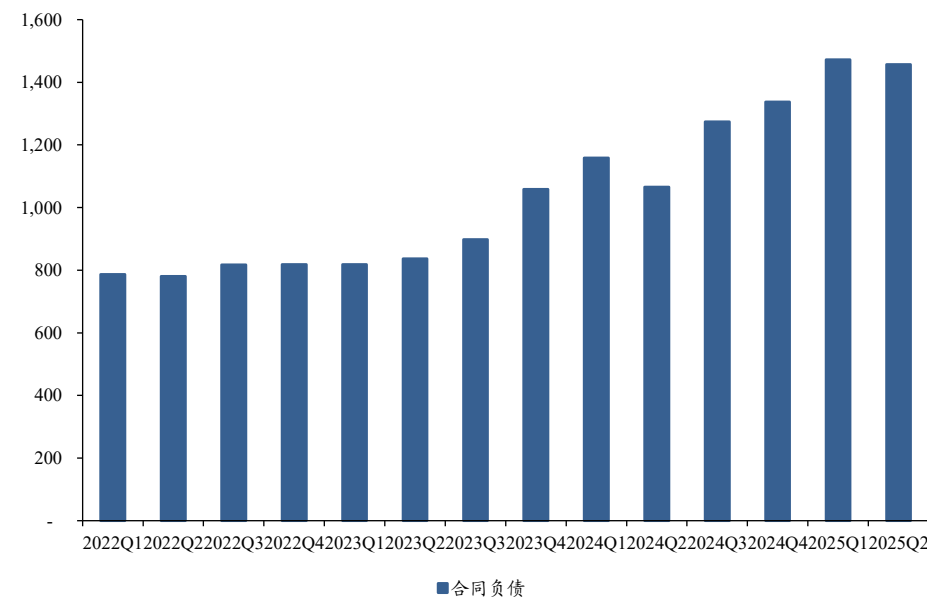
ST华通：SLG爆款频出，收入及合同负债创新高

- **SLG爆款工业化产出能力有望验证。**自研爆款《无尽冬日》（海外服《Whiteout Survival》）海外服于2023年初上线，国服于2024年中上线，实现出海SLG单月流水天花板突破，当前《无尽冬日》海内外服步入流水稳态、利润释放阶段。基于《无尽冬日》的玩法融合、数值框架、买量经验等，公司于2025年3月开始推广塔防+SLG《Kingshot》，流水快速提升，并于2025年9月上线国服版本《奔奔王国》，表现出色，对应公司季度收入、合同负债持续创新高。此外，公司模拟经营游戏《Tasty Travels》流水也在快速爬升，同时公司还有多款储备产品处于测试阶段，期待公司SLG融合玩法的工业化爆款产出能力持续验证。
- **风险提示：**行业竞争加剧，老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

ST华通营业收入及增长趋势（百万元，%）



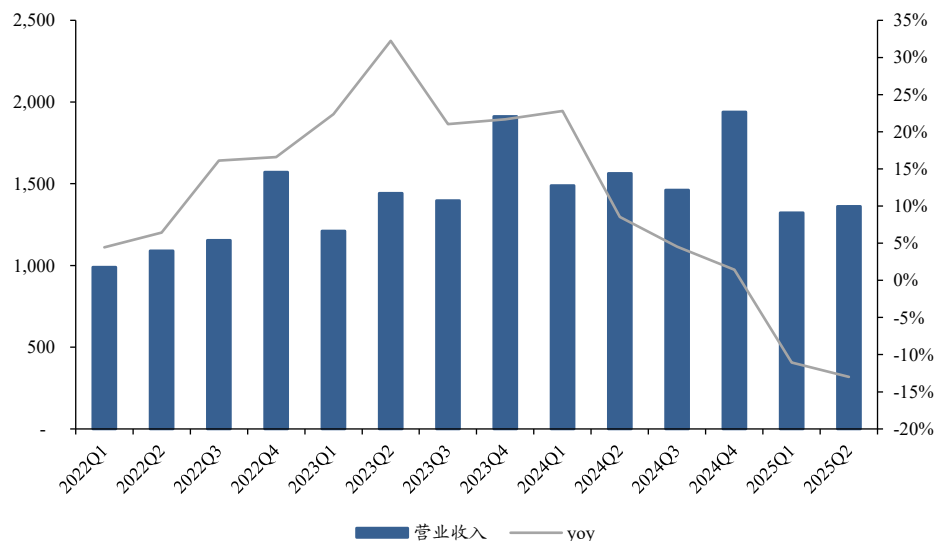
ST华通合同负债（百万元）



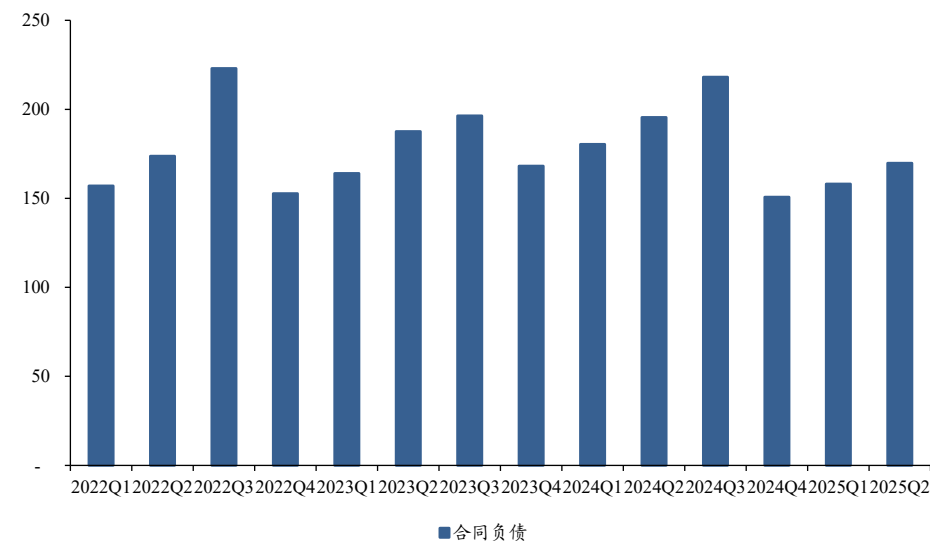
神州泰岳：多款新游储备，关注新游周期开启

- **存量游戏稳健，新游周期即将开启。** 存量游戏《AOO》《WAO》有望延续长线运营，流水及利润贡献趋稳，新游《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已于2025年初前后上线海外地区，当前处于测试调优阶段，有望自2025H2起先后开启推广，且两款新游已获国产游戏版号，积极关注海外推广节奏及国服上线进展，此外公司还储备有多款SLG新游，有望于2026H1先后上线测试。我们认为当前出海SLG赛道正处于泛用户扩容阶段，公司深耕出海SLG赛道，有望凭借多年积累的经验，快速迭代并推出新游，实现新品突破，持续关注公司新游测试表现及正式推广节奏。
- **风险提示：** 行业竞争加剧，老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

神州泰岳营业收入及增长趋势（百万元，%）



神州泰岳合同负债（百万元）



四、风险提示

- 行业竞争加剧风险：若行业竞争加剧，或导致获客成本攀升，影响公司盈利水平
- 新游表现不及预期风险：新游上线后，市场表现存较大不确定性
- 老游流水加速下滑风险：若老游流水下滑，或影响公司现金流
- 行业监管风险：若监管趋严，或影响公司新游发布节奏

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>

东吴证券 财富家园