

2025 年 12 月 19 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

魏桢
weizhen@huayuanstock.com

板块表现：



小游戏：生态成长仍在趋势之中

——游戏行业探寻系列报告（四）

投资要点：

- **从《飞机大战》开始，十年时间见证了小游戏从碎片消遣到中重度化及精品化的转型。**《飞机大战》是早期的微信小游戏，此时手机开始普及，微信生态开始带动轻量级游戏的兴起。2022 年，微信小游戏创意鼓励计划升级，商业化提效，大量优质小游戏出现，产品向精品化发展。2024 年 4 月，点点互动旗下的 SLG 小游戏《无尽冬日》超越《寻道大千》，登顶微信小游戏畅销榜第一。据伽马数据，2024 年中国小游戏市场总收入达 398.36 亿元，同比增长 99.18%。据 DataEye，预计 2025 年中国小游戏市场总收入将超过 600 亿元。
- **生态繁荣下，游戏市场难得的增量空间。**1) **平台端/用户端：微信+小程序的流量红利。**微信小程序作为微信流量重要的载体，2024 年 10 月用户规模同比增长 3% 已达 9.49 亿，月活用户规模同比增量达到 2784 万。QuestMobile 数据显示，2022 至 2024 年的 10 月数据来看，微信小游戏连续成为抢占用户时长占比最高的应用类型。2024 年 10 月，微信小游戏月活用户规模达到 5.55 亿，同比增长 5.9%。2) **渠道/变现模式：更灵活、更优质。**微信已经推出一系列激励政策，微信小游戏在不同阶段可享不同额外激励，到手的收益预估在 50% 至 100% 以上不等。3) **研发端：更快的周期和周转。**目前厂商针对分端原生制作与 H5 版本兼容制作均有成熟的技术能力支持开发。即使是原生制作的小游戏，研发周期与成本至少能降低至手游 APP 的 50%。此外，Unity 为微信小游戏做了特殊的支持与优化，微信推出 Unity WebGL 小游戏适配(转换)方案，以降低 Unity 游戏转换到微信小游戏的开发成本。
- **当前时点看趋势：把握生态的成熟放量。**1) **中重度化趋势有望强化用户粘性和 ARPU。**小游戏未来可能形成轻度化玩法为入口、重度化内容做留存的融合趋势。所谓“轻度化玩法”，是为了降低用户尝试门槛，所谓“重度化内容”，是通过养成体系等深度设计提升用户粘性。2) **混合变现趋势或将加强。**腾讯广告数据显示，2023 年混变小游戏产品数和广告消耗增速超 100%，2024 年同比增速继续保持 100%，IAP 小游戏买量消耗中 60% 是混变小游戏。混变小游戏是 2023 年、2024 年买量趋势中增速最快的赛道。3) **小游戏出海是新的游戏输出形式。**小游戏出海以低成本、短周期开发的轻度游戏为核心，聚焦 H5 游戏、小程序游戏等形式，用户获取依赖于流量平台，出海模式细分为 H5 游戏出海、小程序游戏出海及双端发行。小游戏海外生态逐步扩大，YouTube、TikTok、Discord 等海外社交头部平台纷纷加速布局小游戏赛道，并逐步开启内购变现功能。
- **投资分析意见。**我们认为小游戏逐步实现了从碎片化消遣到中重度化及精品化的成长。日益繁荣的内容生态是游戏市场难得的增量空间。当前时点，我们建议把握生态的成熟放量。我们建议关注构建小游戏平台基础的【腾讯控股】，以及前瞻加强布局小游戏生态的游戏厂商，包括【世纪华通】、【三七互娱】、【吉比特】、【恺英网络】、【巨人网络】、【掌趣科技】、【星辉娱乐】等。
- **风险提示。**经营风险，行业政策变化风险，游戏流水不及预期风险。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1. 小游戏：基于技术与创意日益繁荣的游戏生态	6
1.1. 小游戏发展的十年，从《飞机大战》开始	6
1.2. 无需下载、即点即玩是一种新的开启方式	8
2. 生态繁荣下，游戏市场难得的增量空间	12
2.1. 平台端/用户端：微信+小程序的流量红利	12
2.2. 渠道/变现模式：更灵活、更优质	13
2.3. 研发端：更快的周期和周转	13
2.4. 小游戏市场规模：仍在成长中	15
3. 当前时点，把握生态的成熟放量	17
3.1. 技术路径升级下，中重度化趋势强化用户粘性和 ARPU	17
3.2. 混合变现趋势或加强	19
3.3. 出海广阔，新的游戏输出形式	21
4. 相关标的梳理	27
4.1. 世纪华通：率先拓宽小游戏的容量	27
4.2. 腾讯控股：一个新游戏平台开辟	28
4.3. 三七互娱：小游戏赛道的首批掘金者	30
4.4. 恺英网络：IP 战略的延伸	32
4.5. 吉比特：“问道”IP 的全新增量渠道	33
4.6. 巨人网络：旗舰产品再度启航	33
4.7. 掌趣科技：增量小游戏赛道布局	34
4.8. 星辉娱乐：全面布局 IP+小游戏赛道	36
5. 投资分析意见	37
6. 风险提示	38

图表目录

图表 1: 《飞机大战》游戏界面	6
图表 2: 《跳一跳》游戏界面	6
图表 3: 《羊了个羊》的分享和用户裂变系统	6
图表 4: 《羊了个羊》游戏界面	6
图表 5: 小游戏发展历程	7
图表 6: 微信历次小游戏相关会议表述	8
图表 7: 小游戏广告链短, 具有无需下载、即点即玩的便捷属性	9
图表 8: 小游戏产业链 vs APP 游戏产业链	9
图表 9: 2018 年 12 月小游戏 TOP 榜单	10
图表 10: 2025 年 5 月微信小游戏畅销榜 TOP50	11
图表 11: 2023 年 10 月至 2024 年 10 月微信小程序整体月活跃用户规模	12
图表 12: 用户对于微信小程序使用粘性增长显著	12
图表 13: 2024 年 10 月微信小程序典型行业月活跃用户规模 TOP10	12
图表 14: 微信小程序典型行业用户使用总时长占比	12
图表 15: 小游戏产业链各环节	13
图表 16: 游戏分发主要渠道与分成比例	13
图表 17: 微信小游戏激励政策梳理	13
图表 18: 原生制作与 H5 版本兼容对比	14
图表 19: Unity 转换插件帮助开发者将项目自动导出为微信小游戏包	14
图表 20: 微信小游戏引擎适配情况	15
图表 21: 2021-2025H1 小游戏市场规模及增速	15
图表 22: 2021-2025 年小游戏市场规模及增速	15
图表 23: 2025 年 6 月手机游戏行业微信小程序和抖音小程序月活跃用户规模 TOP10	16
图表 24: 小游戏中重度化发展时间线	17
图表 25: IAP 小游戏流水保持双位数增长, 多品类并驾齐驱	18
图表 26: 2019-2025 年微信小游戏月活用户 TOP10	18
图表 27: 小游戏平台成为了 APP 游戏之外的增量市场	19
图表 28: 入榜微信小程序游戏生命周期分布	19
图表 29: 入榜且上线超 1 年的微信小程序游戏平均生命周期 (年)	19

图表 30: 混合变现商业化模式	20
图表 31: 小游戏混合变现发展的三个阶段	20
图表 32: 2022-2025 年小程序游戏不同变现模式收入占比	21
图表 33: 混合变现模式紧密结合内购与广告点	21
图表 34: APP 游戏出海与小游戏出海对比	22
图表 35: 2025 年上半年 App Store 及 Google Play 双端出海手游预估收入	23
图表 36: 2024 年海外收入预估过亿的小游戏	23
图表 37: 重点小游戏 2024 年畅销榜排名	24
图表 38: 海外主要小游戏平台梳理	24
图表 39: 海外小游戏平台 CrazyGames	25
图表 40: 海外小游戏平台 Instant Games (Google)	25
图表 41: 海外小游戏平台 Playables (YouTube)	25
图表 42: Discord 旗下小游戏平台	25
图表 43: 《寻道大千》在海外 TikTok 平台的投放	26
图表 44: 在 TikTok 平台投放的小游戏素材	26
图表 45: 2025 年 8 月中国手游发行商收入 TOP30 (全球 AppStore+GooglePlay) ...	27
图表 46: 2025 年 8 月中国手游收入 TOP30 (海外 AppStore+GooglePlay)	27
图表 47: 2025 年 8 月全球手游收入与下载量排行榜 TOP10	27
图表 48: 《无尽冬日》小游戏排名情况 (微信)	28
图表 49: 《奔奔王国》小游戏排名情况 (微信)	28
图表 50: 微信小游戏在朋友圈投放广告	29
图表 51: 从朋友圈广告外层点击进入小游戏试玩页	29
图表 52: 腾讯旗下小游戏梳理	29
图表 53: 《腾讯欢乐斗地主》排名趋势 (微信)	30
图表 54: 《欢乐麻将》排名趋势 (微信)	30
图表 55: 王者荣耀小游戏开启灰度测试	30
图表 56: 王者荣耀小游戏	30
图表 57: 《寻道大千》排名趋势 (微信)	31
图表 58: 《小妖问道》位列 2023 年 12 月中国手游海外收入增长排行榜第十四名	31
图表 59: 《时光大爆炸》排名趋势 (微信)	31
图表 60: 《英雄没有闪》排名趋势 (微信)	31
图表 61: 2024 年 1 月 23 日微信小游戏畅销榜,《仙剑奇侠传之新的开始》排名第 6 位	3

图表 62: 《怪物联萌》小游戏界面	32
图表 63: 《小兵打天下》游戏封面	32
图表 64: 《小兵打天下》游戏界面	32
图表 65: 《道友来挖宝》排名情况（微信）	33
图表 66: 《道友来挖宝》小游戏界面	33
图表 67: 《王者征途》微信小游戏排名情况（微信）	33
图表 68: 《原始征途》小游戏排名情况（微信）	33
图表 69: 《球球大作战》小游戏排名情况（抖音）	34
图表 70: 《球球大作战》上线抖音小程序	34
图表 71: 《大圣顶住》微信小游戏	34
图表 72: NVIDIA Audio2Face 应用展示	35
图表 73: 英伟达（NVIDIA）在 COMPUTEX 2024 演讲中展示了掌趣科技和悠米互娱共同开发的“AI 游戏创作平台”最新视频片段	35
图表 74: 《一拳超人：最强之男》小游戏排名情况（微信）	35
图表 75: 《一拳超人：最强之男》小游戏界面	35
图表 76: 《仙境传说：破晓》在微信小程序上线首周入围微信小程序游戏畅销榜 Top103	
图表 77: 《盗墓笔记》小游戏排名情况（微信）	36

1. 小游戏：基于技术与创意日益繁荣的游戏生态

1.1. 小游戏发展的十年，从《飞机大战》开始

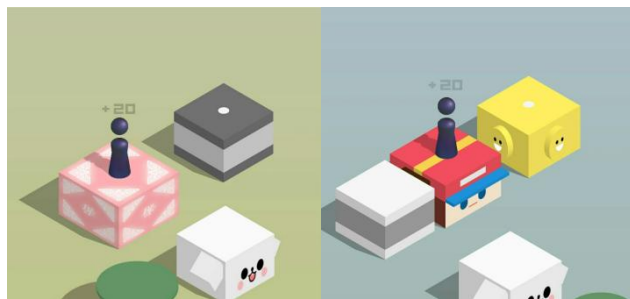
小游戏是微信在游戏领域的最初尝试，初心是推动用户对小程序的触达和使用。2013 年，微信 5.0 发布，新增了游戏中心的功能界面，其中有经典的小游戏《飞机大战》。2017 年 12 月 28 日，微信更新的 6.6.1 版本开放了微信小游戏，第一个上线的游戏叫《跳一跳》。在 2018 微信公开课 Pro 中，张小龙谈到微信小游戏：“对小程序这样的平台…我们希望通过跳一跳这样的小游戏，让用户立即去触达和使用”。截至 2018 年 1 月 15 日，《跳一跳》DAU 超过 1 亿，其成功证明小游戏的潜力。

图表 1：《飞机大战》游戏界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

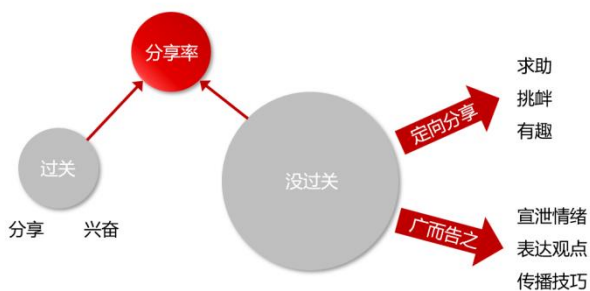
图表 2：《跳一跳》游戏界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

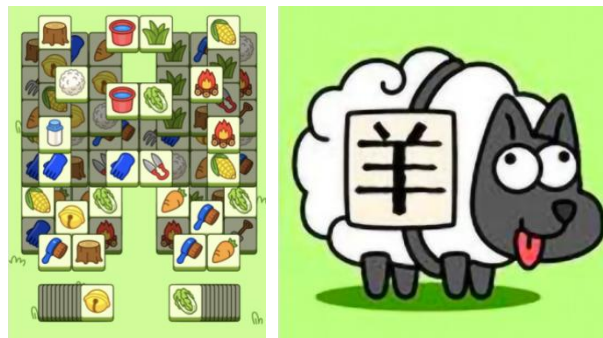
小游戏是承载创意的载体，而非小型化的 APP 游戏。2018 年，微信推出扶持政策，大量开发者和从业者入局，微信小游戏发展步入快车道。2019 年，微信小游戏开发者超 10 万人，用户规模超 10 亿，43 款产品月流水超千万。在 2019 年微信公开课上，张小龙再次谈到小游戏：“外界对于小游戏的理解，就是现在那些比较小型化的游戏把它套用一个小程序的壳就变成小游戏了，但是我们并不是这样来理解小游戏的。小游戏应该是一个体现创意的地方”。

图表 3：《羊了个羊》的分享和用户裂变系统



资料来源：Game Look，第十二季微信公开课微信小游戏开发者大会，华源证券研究所

图表 4：《羊了个羊》游戏界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

从《飞机大战》开始，十年时间见证了小游戏从碎片消遣到中重度化及精品化的转型。

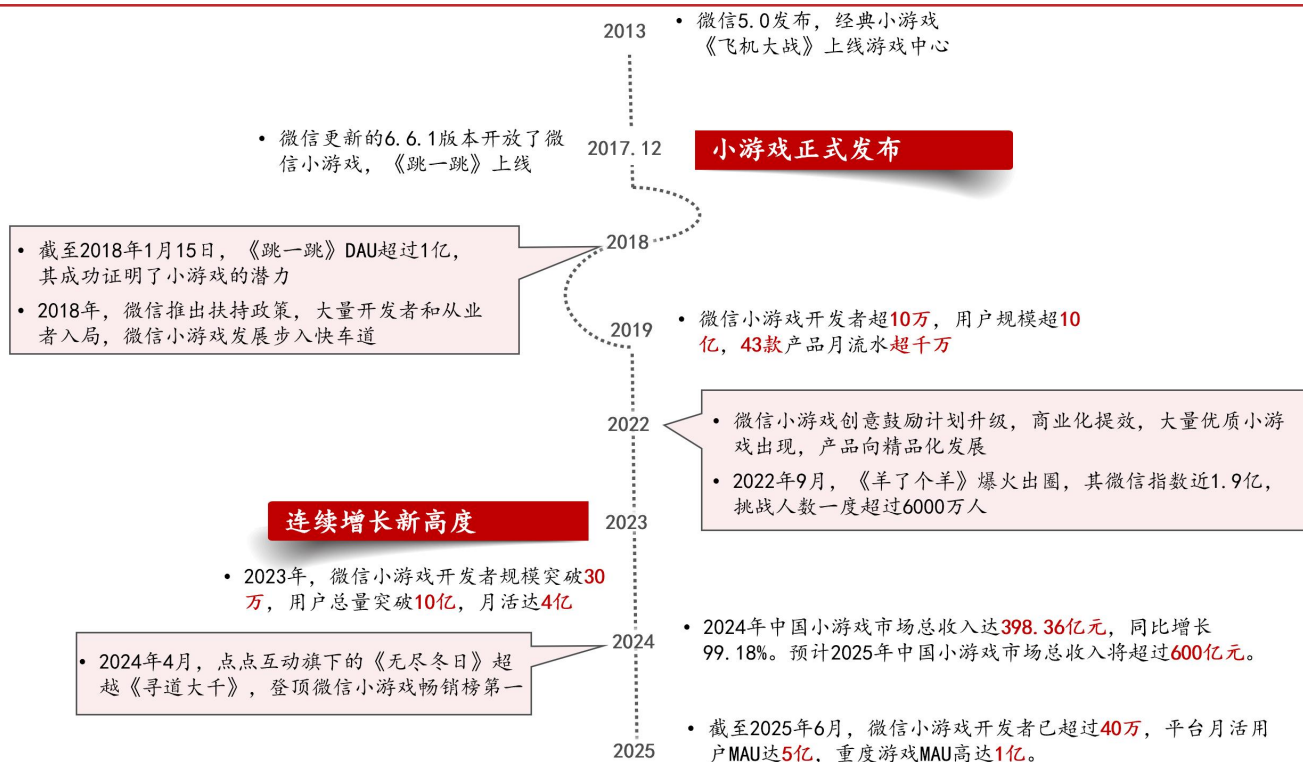
《飞机大战》是早期的微信小游戏，此时手机开始普及，微信生态开始带动轻量级游戏的兴起。2022 年，微信小游戏创意鼓励计划升级，商业化提效，大量优质小游戏出现，产品向精品化发展。2024 年 4 月，点点互动旗下的 SLG 小游戏《无尽冬日》超越《寻道大千》，登顶微信小游戏畅销榜第一。据伽马数据，2024 年中国小程序游戏（简称为小游戏）市场总收入达 398.36 亿元，同比增长 99.18%。据 DataEye，预计 2025 年中国小游戏市场总收入将超过 600 亿元。

用户端来看，截至 2025 年 6 月，微信小游戏月活用户规模达到 5 亿，用户在线时长同比 2024 年增长 10%，过去一年中超过 300 款小游戏季度流水过千万，超过 65 款小游戏 DAU 超过百万。此外，女性付费用户人数增长 45%，在线时长超 190 分钟，ARPPU 增长 60%。

厂商端来看，截至 2025 年 6 月，微信小游戏开发者已超过 40 万，其中 30 人规模以下的团队超 8 成。

产品端来看，截至 2025 年 6 月，重度游戏 MAU 高达 1 亿，在年收入千万的游戏中，96 款运营超 3 年，55 款运营超 5 年；在年收入破亿的游戏，13 款运营超 3 年，5 款运营超 5 年。重度小游戏用户与手游用户近 10%重合，付费用户平均付费金额基本接近。

图表 5：小游戏发展历程



资料来源：做个小游戏微信公众号等，华源证券研究所

图表 6：微信历次小游戏相关会议表述

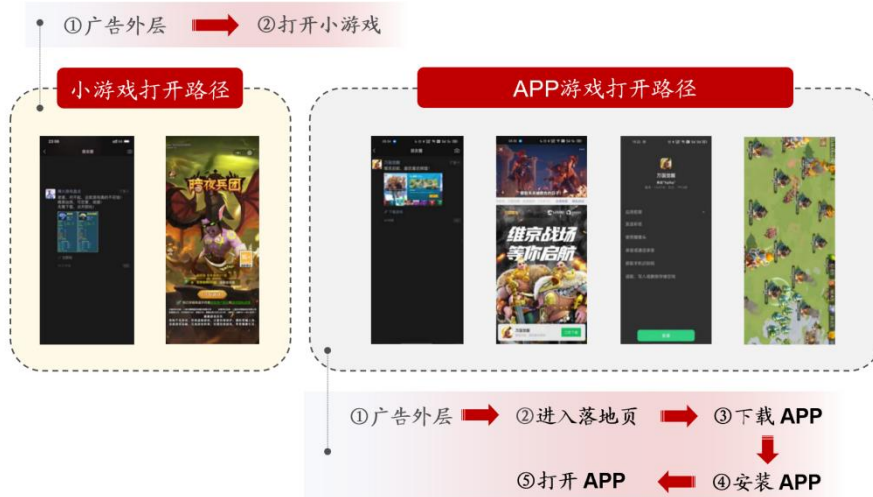
	2024 年 7 月小游戏开发者大会	2025 年 1 月微信公开课	2025 年 6 月小游戏开发者大会
平台月活用户 MAU	5 亿	5 亿	5 亿
用户在线时长	1 小时	1 小时	同比 2024 年增长 10%
用户参与度	超过一半是通过微信下拉, 会话分享等私域场景启动小游戏		超过 8 成的用户会通过下拉、搜索、分享等微信特有的途径主动寻找在玩的小游戏, 平均每月会同时玩 6 款小游戏
季度流水过千万的小游戏数量 (个)	240+		300+
DAU 超过百万的小游戏数量 (个)	60+		65+
开发团队	累计服务开发者数量超 40 万人次, 其中 80% 以上是规模在 30 人以下的小团队		
IAA 小游戏	1) 2024 年前三季度用户规模增速超 30% 2) 在 2024 年, 有超过 900 款的小游戏通过 IAA 的变现, 流水超过了百万		1) 每月微信小游戏 IAA 看广告用户数已达 2 亿 2) 2025 年 1-5 月, 微信小游戏 IAA 消耗超 30%, IAA 广告主数量上涨 190%
重度游戏			1) 重度游戏 MAU 高达 1 亿, 在年收入千万的游戏中, 96 款运营超 3 年, 55 款运营超 5 年; 在年收入破亿的游戏中, 13 款运营超 3 年, 5 款运营超 5 年 2) 重度小游戏用户与手游用户近 10% 重合, 付费用户平均付费金额基本接近
微信 PC 端小游戏	PC 端的时长达到移动端的 3 倍, 付费率和 ARPPU 也达到移动端的两倍		对比 2024 年, PC 小游戏规模提升超 55%, 商业规模提升超 40%
用户画像	其中 55% 是男性, 女性占比 45%		1) 女性付费用户人数增长 45%, 每日游戏时长超 190 分钟, 付费能力增长 60% 2) 在重度游戏中, 女性付费用户占比约为 20%

资料来源：做个小游戏微信公众号，DataEye 游戏观察微信公众号，游戏客栈 x 爆款时代微信公众号，GameLook 微信公众号等，华源证券研究所

1.2. 无需下载、即点即玩是一种新的开启方式

小游戏无需下载、即点即玩，主要依附于综合性流量平台。小游戏是一种基于微信或抖音等流量平台的游戏产品，具有无需下载、即点即玩的便捷属性。小游戏无论是开发以及使用都相当轻便快捷，商业模式上，小游戏具有多样化的流量获取方式，如在微信小游戏中，玩家可以方便地邀请微信好友、群好友进行 PK、围观等。

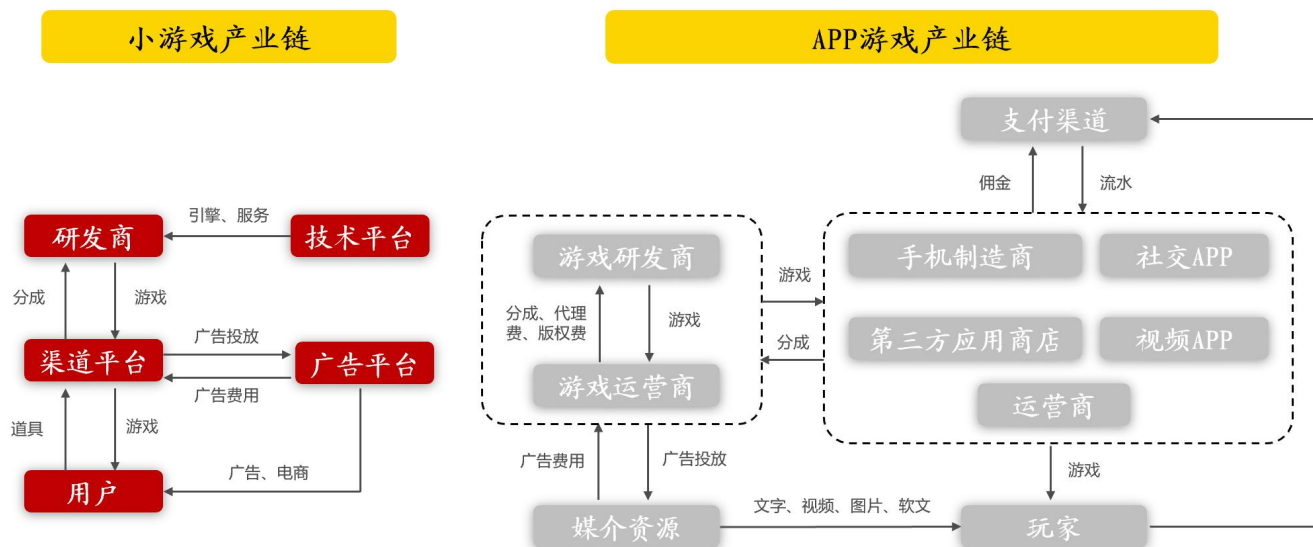
图表 7：小游戏广告链短，具有无需下载、即点即玩的便捷属性



资料来源：腾讯广告&DataEye 研究院《2022 微信小游戏增长白皮书》，华源证券研究所

相较 APP 游戏产业链，小游戏产业链更精简。小游戏因为目前以轻、中度游戏为主，所以相较更加重度的 APP 游戏，小游戏产业链更精简，渠道平台主要是超级 APP 等。小游戏的研发商需要配套第三方技术平台提供引擎和服务，APP 游戏的游戏研发商可以提供完整游戏给游戏运营商。

图表 8：小游戏产业链 vs APP 游戏产业链



资料来源：阿拉丁研究院《2018 年小游戏行业年度报告》，华源证券研究所

早期微信小游戏深度契合微信生态，主要以轻度休闲品类为主，后期向中重度化发展。1) 跳一跳：玩法简单且耐玩性高，契合小游戏的定位“碎片时间”。其加入了“联网排名”和“社交互动”，依托微信强大的流量和社交关系网坐稳“第一爆款微信小游戏”的宝座。2) 纪念碑谷 2：是微信首批发布的唯一一款非完整版的小游戏。其仅提供部分试玩体验，体验结束后，小游戏会提醒下载 App，这是小游戏对 App 导流的最初尝试。3) 欢乐斗地主：与

QQ 游戏大厅 PC 端斗地主、斗地主 App、《欢乐斗地主》H5 版基本一致，还原度高，用户能简单上手并快速普及。

我们认为，微信小游戏发展初期深度契合微信的生态，依托微信强大的流量池和社交网络，结合早期小游戏休闲易上手的玩法，小游戏这种区别于传统 APP 游戏的新业态逐渐占据一席之地。

图表 9：2018 年 12 月小游戏 TOP 榜单

排名	小游戏名称	类型	排名	小游戏名称	类型
1	《欢乐斗地主》	棋牌游戏	16	《站桩英雄》	竞技游戏
2	《跳一跳》	休闲游戏	17	《疯狂玩消星星》	休闲游戏
3	《海盗来了》	休闲游戏	18	《全民猜字》	智力游戏
4	《天天斗地主真人版》	棋牌游戏	19	《俄罗斯方块 1010》	休闲游戏
5	《我要当皇上》	休闲游戏	20	《一起切水果》	休闲游戏
6	《欢乐球球》	休闲游戏	21	《消消方块传奇》	休闲游戏
7	《王者猜词》	智力游戏	22	《彩虹岛水果》	休闲游戏
8	《绝地求生刺激战场》	游戏工具	23	《我的地盘 ol》	休闲游戏
9	《数字三消》	休闲游戏	24	《趣味猜字》	智力游戏
10	《枪手来了》	休闲游戏	25	《最强弹一弹》	休闲游戏
11	《途游斗地主》	棋牌游戏	26	《派派》	休闲游戏
12	《疯狂消星星》	休闲游戏	27	《俄罗斯方块消消消》	休闲游戏
13	《全民切西瓜》	休闲游戏	28	《皇上吉祥 2》	休闲游戏
14	《2048 六角消除》	休闲游戏	29	《最强连一连》	休闲游戏
15	《全民填词》	智力游戏	30	《王者打砖块》	休闲游戏

资料来源：阿拉丁研究院《2018 年小游戏行业年度报告》，华源证券研究所

图表 10：2025 年 5 月微信小游戏畅销榜 TOP50

排名	公司	产品	排名	公司	产品
1	大梦龙途	《向僵尸开炮》	26	福州蓝琥珀	《指尖无双》
2	世纪华通	《无尽冬日》	27	巨人网络	《王者征途》
3	三七互娱	《英雄没有闪》	28	掌趣科技	《一拳超人：最强之男》
4	在线途游	《三国：冰河时代》	29	大梦龙途	《武侠大明星》
5	4399	《主宰世界》	30	益世界	《这城有良田》
6	三七互娱	《时光大爆炸》	31	赫德时代	《英雄冒险团》
7	九九互动	《百炼英雄》	32	玩心不止	《斗神域》
8	三七互娱	《寻道大千》	33	边锋网络	《雀神广东麻将》
9	波克城市	《跃动小子》	34	在线途游	《次神：光之觉醒》
10	波克城市	《灵画师》	35	星辉娱乐	《仙境传说：破晓》
11	4399	《曙光重临》	36	玩客真有趣	《不休的乌拉拉》
12	乐享元游	《青云诀之伏魔》	37	玩心不止	《荣耀世纪》
13	江娱互动	《口袋奇兵》	38	贪玩游戏	《吞食之刃》
14	大梦龙途	《保卫向日葵》	39	掌兴文化	《不朽传奇》
15	全民互动	《神器传说》	40	雷霆游戏	《道友来挖宝》
16	爱乐游	《雷霆战机》	41	大梦龙途	《快来当领主》
17	世纪华通	《龙迹之城》	42	草花互动	《街机恐龙》
18	巨人网络	《原始征途》	43	三七互娱	《指尖像素城》
19	豪腾嘉科	《咸鱼之王》	44	星邦互娱	《阿德维图》
20	八五后网络	《仙逆 H5》	45	贪玩游戏	《晴空双子》
21	三七互娱	《时光杂货店》	46	深圳超小娱	《巨神军师》
22	飞鱼科技	《一步两步》	47	奇迹互动	《造化仙府》
23	腾讯	《欢乐斗地主》	48	网易游戏	《梦幻西游网页版》
24	柠檬微趣	《浪漫餐厅》	49	奥创互娱	《欢乐战三国》
25	4399	《勇者联盟》	50	卡日曲	《爆炸奇兵》

资料来源：游戏日报微信公众号，华源证券研究所

2. 生态繁荣下，游戏市场难得的增量空间

2.1. 平台端/用户端：微信+小程序的流量红利

微信小程序作为微信流量重要的载体,2024 年 10 月用户规模同比增长 3%已达 9.49 亿,月活用户规模同比增量达到 2784 万。随着 APP 市场逐渐饱和,APP 应用的开发和推广成本持续走高,小程序应用崛起。

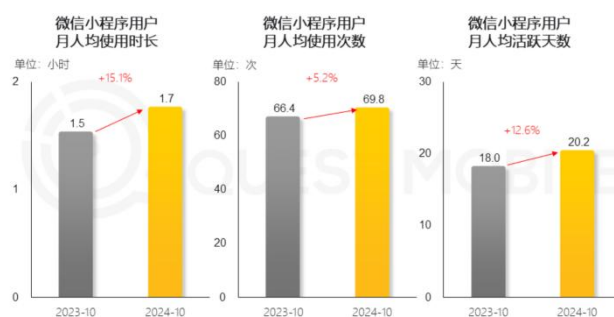
用户对于微信小程序使用粘性增长显著,使用程度也在进一步加深。QuestMobile 数据显示,2024 年 10 月用户对微信小程序月人均使用时长同比增长 15.1%达 1.7 小时,月人均使用次数近 70 次,月人均使用天数增长至 20 天。在此基础上,基于小程序平台的小游戏加速发展。

图表 11: 2023 年 10 月至 2024 年 10 月微信小程序整体月活跃用户规模



资料来源: QuestMobile, 华源证券研究所

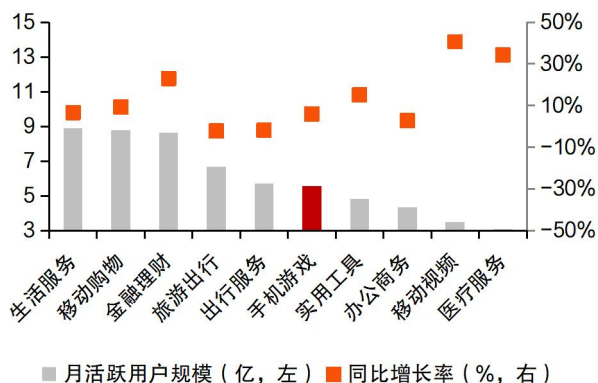
图表 12: 用户对于微信小程序使用粘性增长显著



资料来源: QuestMobile, 华源证券研究所

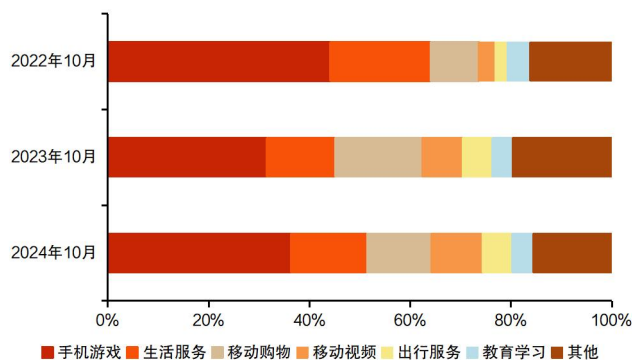
QuestMobile 数据显示,2022 至 2024 年的 10 月数据来看,微信小游戏连续成为抢占用户时长占比最高的应用类型。2024 年 10 月,微信小游戏月活用户规模达到 5.55 亿,同比增长 5.9%。

图表 13: 2024 年 10 月微信小程序典型行业月活跃用户规模 TOP10



资料来源: QuestMobile, 华源证券研究所

图表 14: 微信小程序典型行业用户使用总时长占比

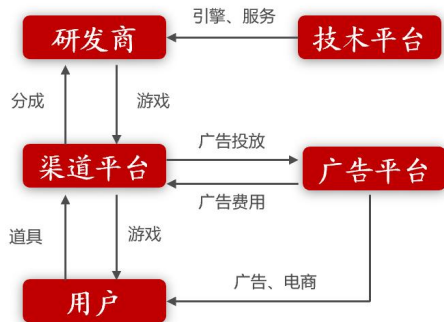


资料来源: QuestMobile, 华源证券研究所

2.2. 渠道/变现模式：更灵活、更优质

微信平台推出激励政策，分成比例超过传统渠道。游戏分发渠道主要有两类：第三方渠道和手机厂商渠道，其中华为等头部安卓手机厂商牵头成立“硬核联盟”，分成比例高达 50%。目前，微信已经推出一系列激励政策，包括内购广告金激励政策和流量主广告金激励政策。

图表 15：小游戏产业链各环节



资料来源：阿拉丁研究院《2018 年小游戏行业年度报告》，华源证券研究所

图表 16：游戏分发主要渠道与分成比例

第三方渠道	手机厂商渠道	
30%-50%	IOS	安卓
	30%	50%
		

资料来源：Mob 研究院《2021 年移动游戏行业深度洞察报告》，华源证券研究所

微信小游戏按变现模式分为 IAP 内购类和 IAA 广告类。据微信官方文档，所获得的激励构成为现金分成+广告金激励+活动类激励。同时为帮助小游戏更好地成长与发展，微信小游戏在不同阶段可享不同额外激励，到手的收益比例预估在 50%至 100%以上不等。

图表 17：微信小游戏激励政策梳理

IAP 游戏	新游期	成长期	突破期
收益比例（估）	>100%	70%	75%
	60%现金+40%新游激励+10%基础激励	60%现金+10%基础激励	60%现金+10%基础激励+5%成长激励
IAA 游戏	基础	投放期	长线运营期
收益比例（估）	50%	90%	70%
	50%现金	50%现金+40%腾广/外部投放激励	50%现金+20%回流投放激励

资料来源：微信官方文档，华源证券研究所

2.3. 研发端：更快的周期和周转

小游戏研发成本更低，周期更短，资金周转效率更高。目前厂商针对分端原生制作与 H5 版本兼容制作均有成熟的技术能力支持开发。据《2022 微信小游戏增长白皮书》，即使是原生制作的小游戏，研发周期与成本至少能降低至手游 APP 的 50%。且在相同投放效果下，小游戏的研发回本周期更短。

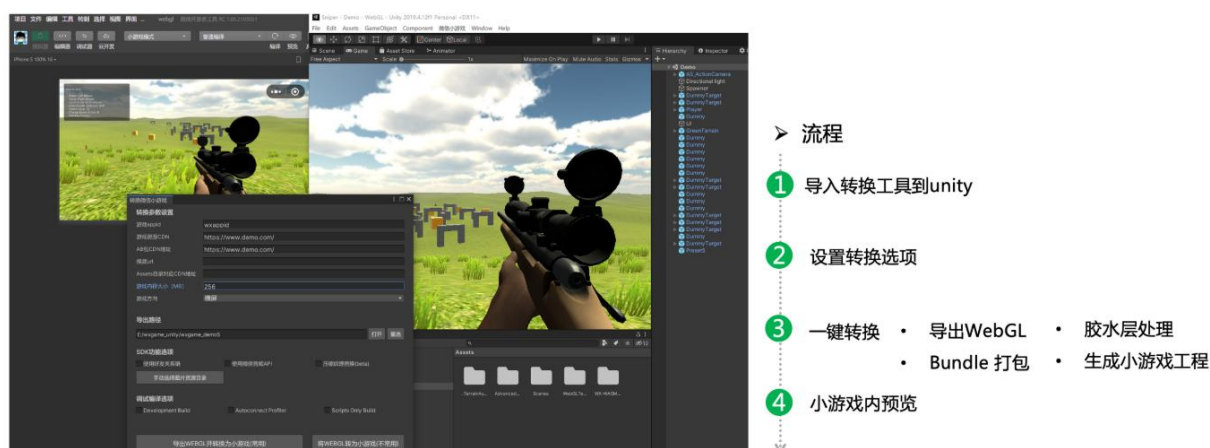
图表 18：原生制作与 H5 版本兼容对比

以一款仙侠 RPG 为例		
类型	分端原生制作	H5 版本兼容制作
研发周期	0.5-0.8 年	3 个月-4 个月
研发费用	500 万元-1000 万元	100 万元-200 万元
产品生命周期	1.5 年-2 年	1.5 年-2 年
描述	同款游戏基于原生技术制作，APP 和小游戏分开研发	同款游戏基于 H5 制作，再发布 APP 微端版本和小游戏版本
游戏引擎	小游戏：APP 代码资源转换（C#转 JS、Unity 插件美术资源导出），开发者工具二次开发	以 cocos creator、Laya、白鹭为主进行开发，H5 版本发布 APP 微端版本，可兼容开发小游戏版本
研发特点	一般是手游 APP 立项未规划小游戏版本，手游产品转开发小游戏版本的开发商会采用此类方案	一般是游戏立项已想好制作手游 APP 与小游戏两端，可以节省重复开发成本，小游戏开发周期可缩短到 2-3 个月

资料来源：腾讯广告&DataEye 研究院《2022 微信小游戏增长白皮书》，华源证券研究所

为了更好地支持微信小游戏开发，Unity 为微信小游戏做了特殊的支持与优化。微信推出 Unity WebGL 小游戏适配(转换)方案，以降低 Unity 游戏转换到微信小游戏的开发成本，基于 WebAssembly 技术,在无需更换 Unity 引擎与重写核心代码的情况下将原有游戏项目适配到微信小游戏。

图表 19：Unity 转换插件帮助开发者将项目自动导出为微信小游戏包



资料来源：微信官方文档，华源证券研究所

小游戏是一个不同于浏览器的 JavaScript 运行环境，没有 BOM 和 DOM API。然而，基本上所有基于 HTML5 的游戏引擎都是依赖浏览器提供的 BOM 和 DOM API 的。因此如果要在小游戏使用引擎，需要对引擎进行改造。目前，Cocos、Egret、Laya 已经完成了自身引擎及其工具对小游戏的适配和支持，或将大幅降低跨平台开发成本。

图表 20：微信小游戏引擎适配情况

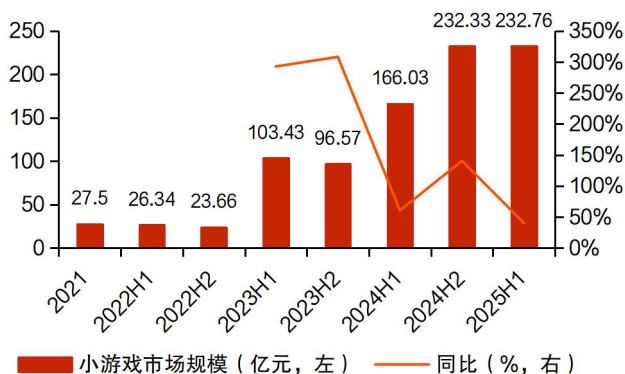
引擎名称	优势	特点	适用场景
Cocos	性能优异，社区活跃，文档齐全，适合快速迭代的中小型项目	支持 2D/3D 开发，跨平台发布，提供可视化编辑器和组件化开发模式，插件生态丰富	对性能要求较高且需兼顾多端发布的 2D/3D 游戏，如休闲类、竞技类游戏
Laya	渲染性能突出，适合开发复杂的大型 2D 游戏，学习成本中等	基于 HTML5 Canvas 2D 渲染，支持 TypeScript 开发，跨平台兼容性强，与主流 IDE 集成度高	需要高帧率、复杂交互的 2D 游戏，如角色扮演、策略类游戏
Egret	开发效率高，适合追求高质量 2D 画面的团队	专注 2D 开发，支持 TypeScript，提供成熟的工具链和 UI 组件库，调试工具完善	动画效果丰富的 2D 游戏，如卡牌、横版闯关类

资料来源：搜狐网（数字孪生开发），华源证券研究所

2.4. 小游戏市场规模：仍在成长中

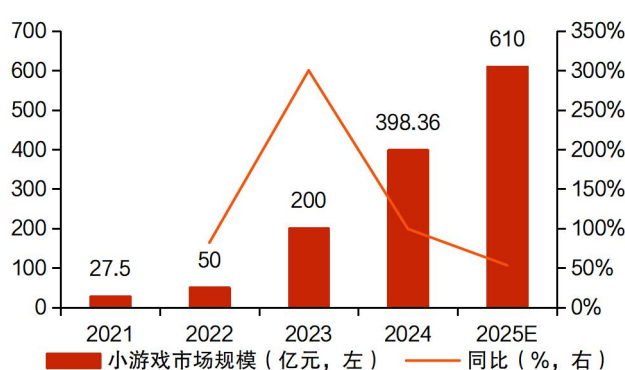
2024 年以来，大厂（如三七互娱、点点互动、4399、贪玩）积极布局小游戏，显著抬升了市场规模的成长空间。大量中小开发团队加速涌入小游戏赛道，以自研自发或轻量级的模式参与竞争，推动了 IAA 游戏品类的持续繁荣。小游戏赛道的创新玩法的迭代节奏愈发紧凑，从咸鱼 like 到帕鲁 like 的各类“Like”产品涌现。据伽马数据，2024 年国内小游戏市场规模达到 398.36 亿。据 DataEye 预估测算，2025 年预计国内小游戏市场规模达 610 亿。

图表 21：2021-2025H1 小游戏市场规模及增速



资料来源：伽马数据，华源证券研究所

图表 22：2021-2025 年小游戏市场规模及增速



资料来源：伽马数据，DataEye，华源证券研究所

小游戏市场显现出较为明显的马太效应。QuestMobile 数据显示，2025 年 6 月，微信小游戏月活用户规模 TOP10 中，《无尽冬日》以 5424 万的 MAU 位列第一，《向僵尸开炮》以 4423 万的 MAU 位列第二，位列第三的《寻道大千》的 MAU 则下探到 3615 万。

图表 23：2025 年 6 月手机游戏行业微信小程序和抖音小程序月活跃用户规模 TOP10

排名	微信小程序	月活跃用户规模（万）	排名	抖音小程序	月活跃用户规模（万）
1	无尽冬日	5,424	1	开运麻将	5,444
2	向僵尸开炮	4,423	2	抓大鹅	2,627
3	寻道大千	3,615	3	四季合合	2,454
4	腾讯欢乐斗地主	2,644	4	宫廷风云	1,128
5	精明的开局	1,846	5	富豪麻将	666
6	三国：冰河时代	1,814	6	途游斗地主比赛版	589
7	贪吃蛇大作战	1,803	7	小人和小船	547
8	打个螺丝	1,748	8	弓箭手对决	464
9	元梦之星	1,655	9	球球大作战	441
10	青云诀之伏魔	1,505	10	浪漫餐厅	421

资料来源：QuestMobile，华源证券研究所

3. 当前时点，把握生态的成熟放量

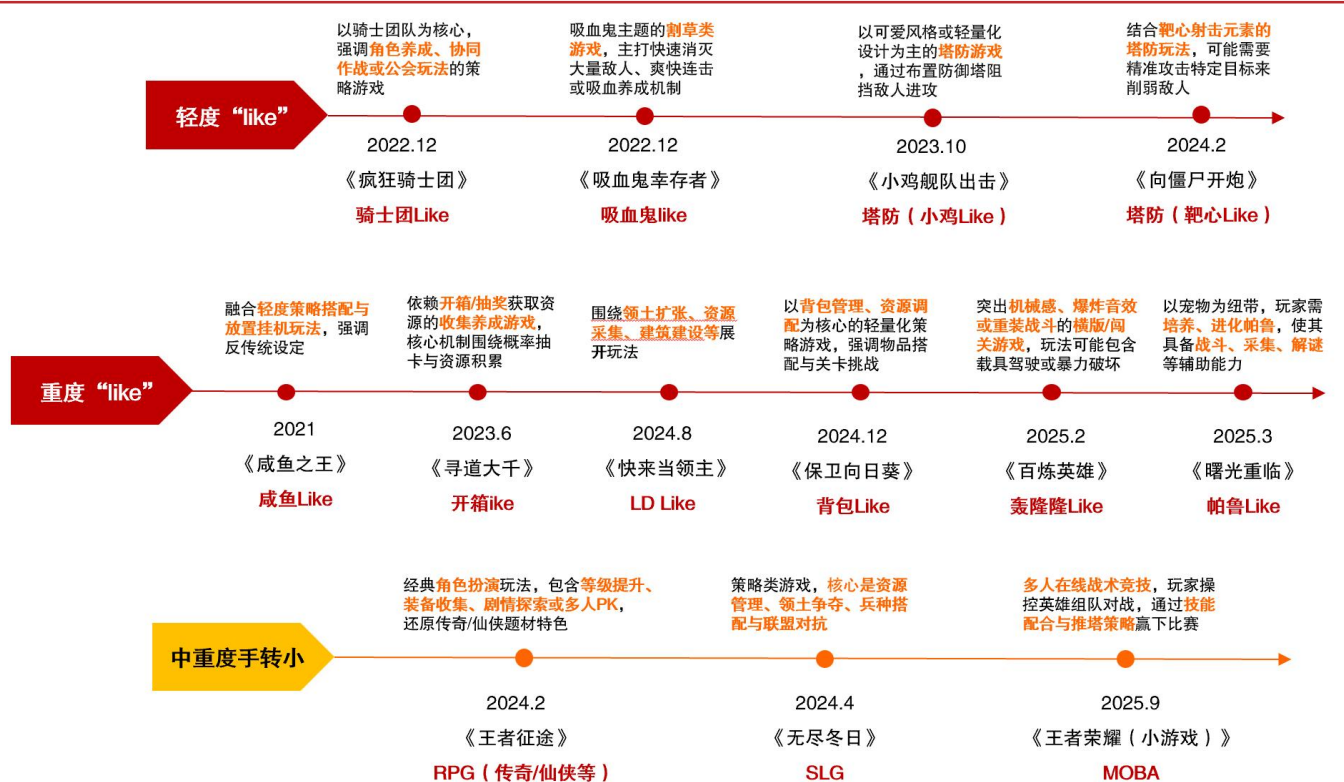
3.1. 技术路径升级下，中重度化趋势强化用户粘性和 ARPU

小游戏未来可能形成以**轻度化玩法为入口、重度化内容做留存**的融合趋势。我们梳理了小游戏中重度化发展时间线，咸鱼 like（放置挂机）、靶心 like（精准射击）、开箱 like（随机收集）等新兴玩法不断涌现，本质上是用户需求的细分及细分玩法做深的结果。

所谓“**轻度化玩法**”，是为了降低用户尝试门槛。例如，咸鱼 like 游戏只需点击屏幕收集资源、升级角色，单局时长不超过 3 分钟；靶心 like 通过“滑动瞄准+一键射击”的极简操作满足即时爽感；开箱 like 则以“随机奖励+收集养成”激发用户持续参与。

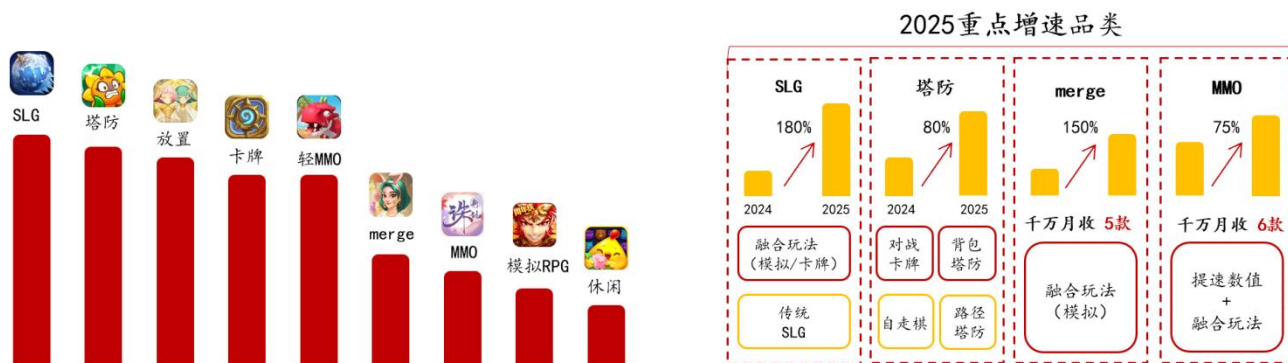
所谓“**重度化内容**”，是通过养成体系等深度设计提升用户粘性。例如，咸鱼 like 游戏的核心玩法本是点击收集、挂机升级的轻度操作，但通过加入养成线（如角色等级、技能树）与竞技线（如家族 PK 排名）以实现用户粘性的增加。

图表 24：小游戏中重度化发展时间线



资料来源：GameLook 微信公众号等，华源证券研究所整理

图表 25：IAP 小游戏流水保持双位数增长，多品类并驾齐驱



资料来源：游戏葡萄微信公众号，微信小游戏开发者大会，华源证券研究所
注：图中增速是指游戏流水

榜单来看，2019 年以来，微信小游戏月活用户 TOP10 榜单中，上榜游戏呈现出从轻度玩法向中重度玩法显著转变的趋势。2019 年 6 月的榜单中，《欢乐斗地主》《跳一跳》《枪火工厂》《消灭病毒》等以休闲社交、轻量化操作为主的轻度游戏占据主流，玩法简单易上手，侧重碎片化时间的即时娱乐。2022 年 12 月后，《叫我大掌柜》的模拟经营深度化趋势初现，预示着玩法升级的开端。至 2024 年 12 月及 2025 年 6 月，榜单中《无尽冬日》《向僵尸开炮》《三国：冰河时代》《青云诀之伏魔》等中重度游戏异军突起，涵盖 SLG、塔防和 MMO 等复杂玩法。

图表 26：2019-2025 年微信小游戏月活用户 TOP10

2019 年 6 月	2021 年 12 月	2022 年 12 月	2024 年 12 月	2025 年 6 月
欢乐斗地主	欢乐斗地主	羊了个羊	寻道大千	无尽冬日
跳一跳	王者荣耀	叫我大掌柜	无尽冬日	向僵尸开炮
枪火工厂	天天斗地主真人版	拼词达人秀	向僵尸开炮	寻道大千
王者荣耀	跳一跳	咸鱼之王	这城有良田	腾讯欢乐斗地主
消灭病毒	贪吃蛇大作战	欢乐斗地主	腾讯欢乐斗地主	精明的开局
天天斗地主真人版	天天象棋	填词小聪明	羊了个羊：星球	三国：冰河时代
全民漂移 3D	王者西游	美杜莎传奇	战车联盟	贪吃蛇大作战
火柴人冲突	穿越火线-枪战王者	最强拼词王	元梦之星	打个螺丝
枪王之王 X	剑尊	原始传奇	青云诀之伏魔	元梦之星
和平精英	腾讯欢乐麻将	贪吃蛇大作战	贪吃蛇大作战	青云诀之伏魔

资料来源：QuestMobile，华源证券研究所

据微信小游戏开发者大会，重度游戏品类在小游戏平台上的付费能力已与手游 APP 基本相当，且两类用户的重叠比例仅为 10%。小游戏平台对重度游戏开发者而言，成为了 APP 游戏之外的增量市场。

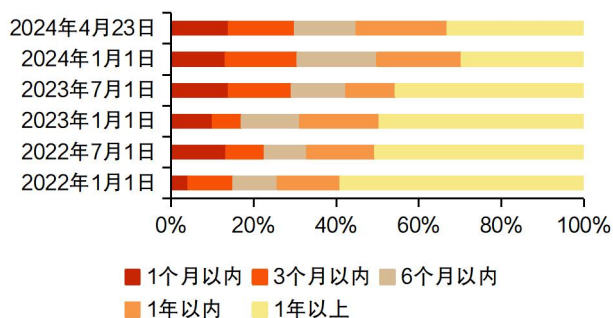
图表 27：小游戏平台成为了 APP 游戏之外的增量市场



资料来源：游戏葡萄微信公众号，微信小游戏开发者大会，华源证券研究所

小游戏向长线运营发展。据伽马数据，从头部榜单来看，小游戏竞争日益激烈，使得上线不足 6 个月的产品入榜数量增加。入榜且上线超 1 年的微信小程序游戏平均生命周期从 2022 年 1 月 1 日的 1.23 年上升至 2024 年 4 月 23 日的 2.4 年，而从已初步实现长线运营（运营时长超 1 年）的产品来看，其生命周期整体则呈现上升趋势。

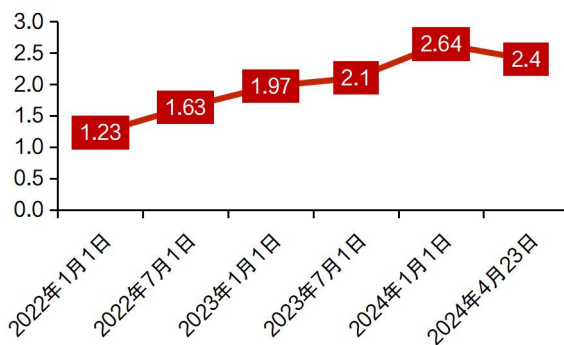
图表 28：入榜微信小程序游戏生命周期分布



资料来源：伽马数据，华源证券研究所

注：入榜微信小程序游戏指，进入当日微信小程序游戏畅销榜 TOP100 的游戏。公布数量不足 100 款的日期以实际公布数量计算。

图表 29：入榜且上线超 1 年的微信小程序游戏平均生命周期（年）



资料来源：伽马数据，华源证券研究所

注：平均生命周期的起始计算时间为，自 2020 年 10 月 3 日起首次在微信小程序游戏畅销榜中监测到产品的时间

3.2. 混合变现趋势或加强

混合变现是一种结合 IAP 内购付费与 IAA 广告变现的商业模式。它让玩家既可以通过付费购买虚拟物品或服务来增强体验，也能通过自愿观看广告（如换取奖励或复活机会）来推进游戏进程。这种策略既能从付费玩家中获得收入，又能将大量免费用户转化为广告收益，从而最大化游戏的整体收入。

图表 30：混合变现商业化模式



资料来源：腾讯广告《2024 年小游戏混合变现商业化白皮书》，华源证券研究所

微信小游戏付费模式的演变主要可以分为三个阶段：IAA 主导阶段、IAP 产品出现阶段和混合变现趋势加速阶段。2018 年，微信小游戏进入快速生长阶段，此时产品多以 IAA 产品为主。2022 年 IAP 小游戏流水增长超 100%，广告变现流水增长超 40%，内购变现商业模式已相对成熟。

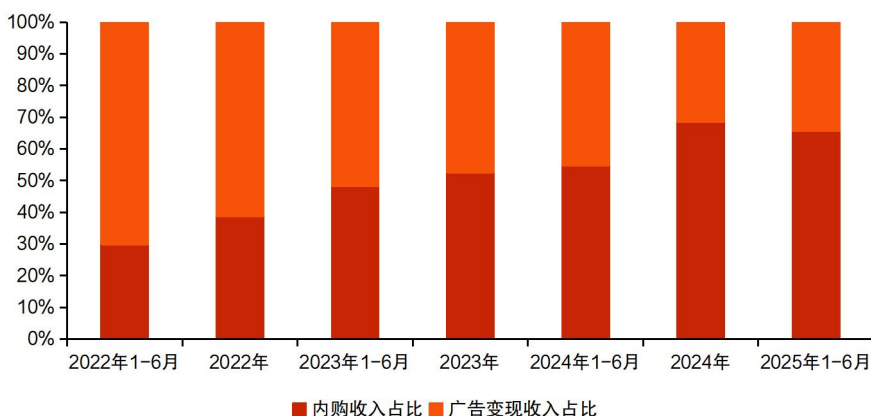
小游戏由轻度向中重度发展带来混合变现模式的兴起。腾讯广告数据显示，2023 年混变小游戏产品数和广告消耗增速超 100%，2024 年同比增速继续保持 100%，IAP 小游戏买量消耗中 60% 是混变小游戏。混变小游戏是 2023 年、2024 年买量趋势中增速最快的赛道。据伽马数据，2024 年的国内小程序游戏市场中，内购产生的市场实际销售收入 273.64 亿元，占比 68.7%；广告变现收入 124.72 亿元，占比 31.3%。

图表 31：小游戏混合变现发展的三个阶段



资料来源：DataEye 研究院，腾讯广告微信公众号，华源证券研究所

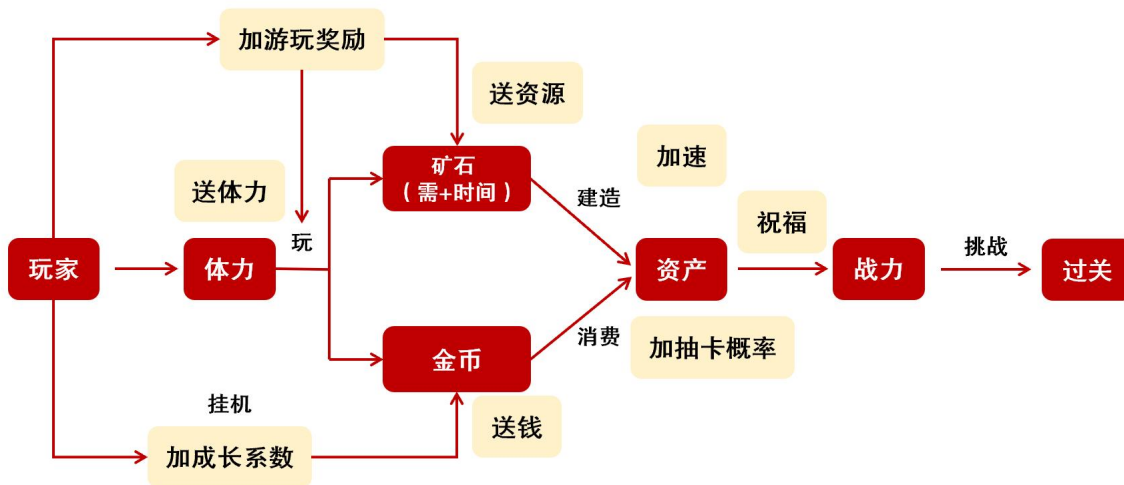
图表 32：2022-2025 年小程序游戏不同变现模式收入占比



资料来源：伽马数据，中国游戏产业研究专家委员会，华源证券研究所

小游戏变现的深度加强，从简单付费演进为深度的商业化模型。例如，玩家通过消耗体力获取矿石与金币来建造资产、提升战力以完成关卡，而系统则利用送资源、送钱等广告奖励为玩家提供资源，同时将加速、加抽卡概率等关键进度节点设计为内购入口，最终实现广告与内购的相互增益和收入最大化。

图表 33：混合变现模式紧密结合内购与广告点



资料来源：腾讯广告《2024 年小游戏混合变现商业化白皮书》，华源证券研究所

3.3. 出海广阔，新的游戏输出形式

对比 APP 游戏出海与小游戏出海：1) APP 游戏出海以高投入、长周期开发的中重度游戏为主，涵盖 SLG、RPG、射击等类型，依赖大规模买量，出海模式包括境外首发、全球同步发行及延迟发行等，典型案例如《无尽冬日》《原神》。2) 小游戏出海则以低成本、短周期开发的轻度游戏为核心，聚焦 H5 游戏、小程序游戏等形式，用户获取依赖于流量平台，出海模式细分为 H5 游戏出海、小程序游戏出海及双端发行，例如《冒险大作战》（海外版《菇勇者传说》）率先在国内上线小游戏版本，商业模式跑通之后再出海。

图表 34：APP 游戏出海与小游戏出海对比



资料来源：广大出海笔记微信公众号，广大数据研究院、Mobilegamer、时代数据微信公众号等，华源证券研究所整理

2024 年来多款境内小游戏加速出海，其对应的境外 APP 版本商业化表现亮眼。四三九九的《冒险大作战》于 2023 年 7 月国内上线小游戏版本，境外版本《菇勇者传说》于 2023 年 11 月上线，其 2025 年上半年海外双端预估收入达到 6386.47 万美元。据游戏新知测算，2024 年海外收入过亿的小游戏达到 7 款，4399 旗下《菇勇者传说》预估收入 34.51 亿元，三七互娱旗下《小妖问道》预估收入 2.87 亿元。

图表 35：2025 年上半年 App Store 及 Google Play 双端出海手游预估收入

排名	游戏名	发行商	海外上线时间	海外双端预估收入（万美元）
1	Whiteout Survival	点点互动	2023.2	55397.35
2	崩坏：星穹铁道	米哈游	2023.4	22436.54
3	Gossip Harbor®: Merge & Story	柠檬微趣	2022.7	20011.91
4	Top Heroes	江娱互动	2024.1	16837.52
5	鸣潮	库洛游戏	2024.5	11497.55
6	胜利女神:妮姬	腾讯	2022.11	10766.16
7	恋与深空	叠纸游戏	2024.1	10219.49
8	Seaside Escape®: Merge & Story	柠檬微趣	2022.11	9896.34
9	菇勇者传说	Joy Net Games	2023.11	6386.47
10	AFK Journey	莉莉丝	2024.3	3657.66
11	出发吧麦芬	心动公司	2024.1	3369
12	Puzzles & Chaos: Frozen Castle	三七互娱	2023.9	3220.13
13	Isekai: Slow Life	Mars Era Limited	2023.8	2800.76
14	Honor of Kings	腾讯	2024.6	2471.7

资料来源：时代数据微信公众号，华源证券研究所

注：筛选标准为海外上线 1-3 年且海外双端预估收入位居 Top50 的中国手游

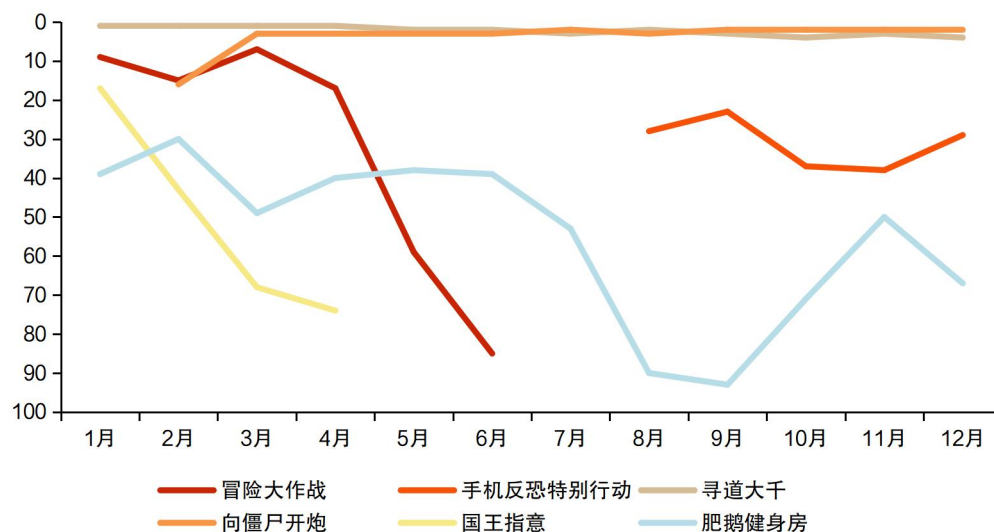
图表 36：2024 年海外收入预估过亿的小游戏

序号	国内小程序	海外版本	预估收入（亿元）
1	冒险大作战	菇勇者傳說	34.51
2	手机反恐特别行动	Zombie Waves	4.34
3	明日特攻队	射射英雄（Zombie.io）	2.88
4	寻道大千	小妖問道	2.87
5	向僵尸开炮	BangBang Survivor	1.96
6	国王指意	甘道夫醒醒啦	1.9
7	肥鹅健身房	ぽちやガチヨ！	1.18

资料来源：游戏新知微信公众号，华源证券研究所

出海成功的游戏产品，其国内小游戏版本通常已获得不俗成绩。我们选取上述 2024 年海外收入预估过亿的小游戏，发现其国内版本的小游戏已获得不俗成绩，如《寻道大千》和《向僵尸开炮》连续进入微信小游戏畅销榜前三名。境内小游戏通过轻量化体验实现商业化模式的跑通，使得产品在海外市场能够更快适应。

图表 37：重点小游戏 2024 年畅销榜排名



资料来源：GameLook 微信公众号，华源证券研究所

注：小游戏选取于上表中海外收入预估过亿的小游戏

YouTube、Meta、TikTok、Discord 等海外社交头部平台纷纷加速布局小游戏赛道，并逐步开启内购变现功能。海外小游戏平台主要分为嵌入式 H5 平台（如 YouTube、Discord、Telegram 等应用内嵌游戏）和传统网页 H5 聚合平台（如 Poki、CrazyGames、Pogo 等），前者支持社交集成与混合变现（广告/IAP/订阅），类似于微信小游戏生态模式；后者则是传统 H5 出海，类似于早期 4399、7k7k 等小游戏聚合平台。

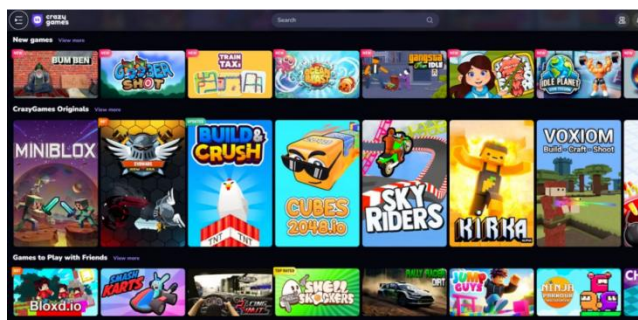
图表 38：海外主要小游戏平台梳理

	嵌入式H5平台小游戏				基于网页的H5平台小游戏			
	Discord	LINE	Telegram	YouTube	CrazyGames	itch.io	Pogo	Poki
变现模式	无内购/广告 Discord Nitro	内购	广告 内购	-	广告	捐赠 按需付费	广告 订阅	广告
产品类别	派对游戏 休闲桌游	模拟经营 休闲游戏	Bot游戏 Web3游戏	Arcade游戏 超休闲游戏	动作冒险 益智休闲	独立游戏 实验性游戏	传统棋牌 休闲游戏	io类游戏 射击类游戏
产品特点	多人互动 跨三端平台	强社交链 IP联动	极其轻量 即点即玩	免费无广 视频驱动	种类丰富 免费无门槛	开放平台 开发者驱动	全年龄覆盖 强社交功能	品类多元 多人在线
产品数量 (个)	-	-	2000+	137	7000+	100w+	-	1000+

资料来源：panews，itch.io 官网等，华源证券研究所整理

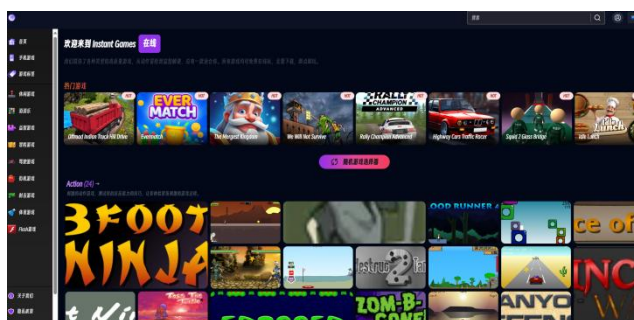
海外小游戏生态逐步扩大。2024 年 5 月，YouTube 上线小游戏平台 Playables，首批游戏 75 款，包括动作、体育、休闲、解谜等多个品类。2024 年 9 月，拥有超过 2 亿日活的聊天社区平台 Discord 宣布其小游戏平台已经在美国、英国和欧盟的 PC 平台向所有开发者开放。2025 年 6 月，谷歌发布小游戏平台 Instant Games，在拉丁美洲、中东及北非、东南亚以及美国等 44 个市场上线。除此之外，包括 CrazyGames、itch.io、Pogo 和 Poki 等平台都在以不同的形式发展小游戏生态。

图表 39：海外小游戏平台 CrazyGames



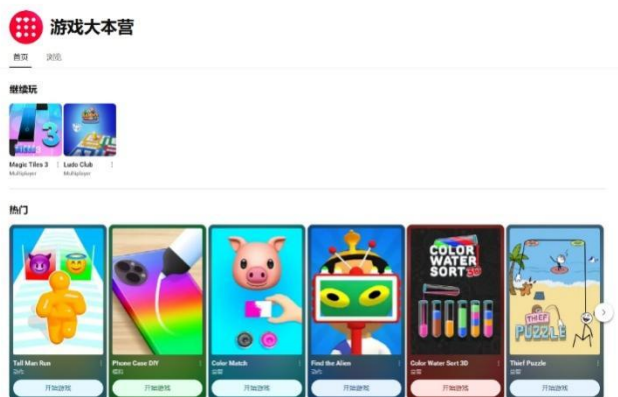
资料来源：CrazyGames 官网，华源证券研究所

图表 40：海外小游戏平台 Instant Games (Google)



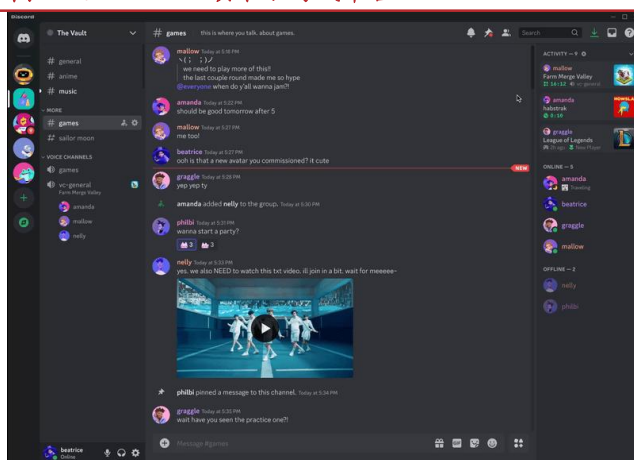
资料来源：Instant Games 官网，华源证券研究所

图表 41：海外小游戏平台 Playables (YouTube)



资料来源：GameLook，华源证券研究所

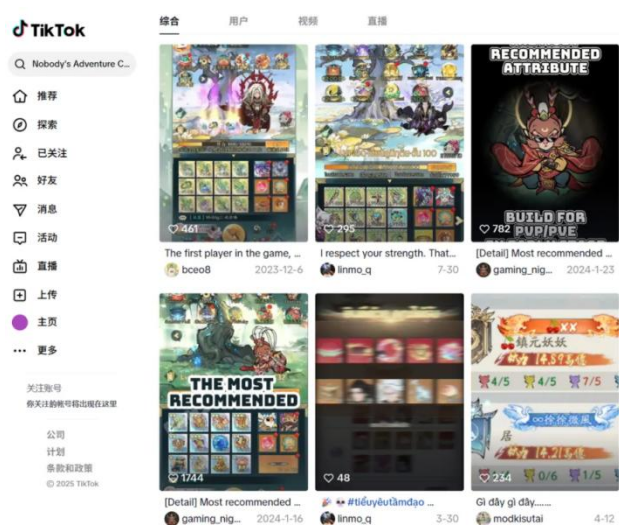
图表 42：Discord 旗下小游戏平台



资料来源：腾讯网（游戏新知），华源证券研究所

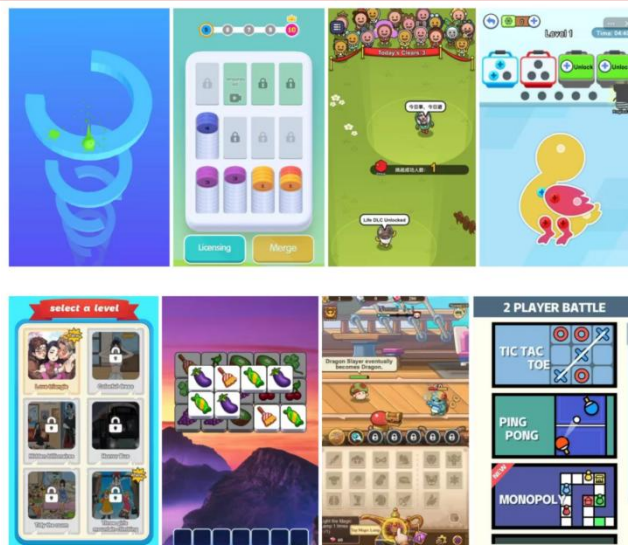
TikTok 上已有较多小游戏素材的投放，短视频平台天然适配 IAA 小游戏用户偏好。短视频具有短平快、内容丰富多样、传播迅速等特性，相关的买量素材可助力小游戏迅速定位目标受众。在这一方面，长期运营创作者激励计划的 TikTok 表现出色。2025 年 5 月 13 日，TikTok 小程序的测试正式开启，首批有 8 款 TikTok 小游戏上线，包含超休闲、益智解谜、堆叠消除、合成排序、双人战斗（对战棋）、放置 RPG 等品类。其中 legend of mushroom（菇勇者传说）为重度 IAP 产品，其余则为轻度 IAA 休闲产品。

图表 43: 《寻道大千》在海外 TikTok 平台的投放



资料来源: 游戏那点事 Gamez 微信公众号, 华源证券研究所

图表 44: 在 TikTok 平台投放的小游戏素材



资料来源: 罗斯基微信公众号, 华源证券研究所

4. 相关标的梳理

4.1. 世纪华通：率先拓宽小游戏的容量

点点互动具有深厚的海外游戏研发和运营经验，深耕 SLG 赛道。2024 年，世纪华通旗下冰雪末日生存题材 SLG 游戏《Whiteout Survival》成为全球 SLG 品类手游畅销榜冠军，还带动点点互动在中国游戏厂商出海收入排行榜稳居前三，多月排名第一。据 Sensor Tower，点点互动位居 2025 年 8 月中国手游发行商收入第二名，旗下《Whiteout Survival》和《Kingshot》包揽出海手游收入榜冠亚军。截至 2025 年 8 月，《Whiteout Survival》和《Kingshot》全球累计收入分别突破 33 亿美元和 3 亿美元。全球来看，《Whiteout Survival》位居 2025 年 8 月全球手游收入排行榜第三名。

图表 45：2025 年 8 月中国手游发行商收入 TOP30（全球 AppStore+GooglePlay）

1	腾讯	-	16	巨人网络	▲
2	点点互动	-	17	灵犀互娱	▼
3	网易	-	18	IGG	-
4	柠檬微趣	▲	19	途游游戏	-
5	Florere Game	▲	20	麦吉太文	▲
6	米哈游	▼	21	雷霆网络	▼
7	三七互娱	▲	22	库洛游戏	▼
8	叠纸网络	▼	23	露珠游戏	▼
9	莉莉丝游戏	▲	24	Joy Net	▼
10	江娱互动	▼	25	Tap4Fun	-
11	海彼游戏	-	26	哔哩哔哩	▲
12	悠星网络	▲	27	友塔游戏	-
13	沐瞳科技	▼	28	心动网络	▼
14	壳木游戏	▼	29	益世界	▲
15	乐元素	▲	30	ONEMT	▼

资料来源：Sensor Tower，游戏葡萄微信公众号，华源证券研究所

图表 46：2025 年 8 月中国手游收入 TOP30（海外 AppStore+GooglePlay）

1	Whiteout Survival	-	16	万国觉醒	▲
2	Kingshot	-	17	Archer0 2	▲
3	Gossip Harbor: Merge & Story	-	18	杖剑传说	▲
4	PUBG MOBILE	▲	19	Project Makeover	▲
5	Last Z: Survival Shooter	▲	20	绝区零	▼
6	使命召唤手游	-	21	鸣潮	▼
7	Dark War Survival	▲	22	荒野行动	-
8	Top Heroes	▲	23	Tasty Travels: Merge Game	▲
9	Seaside Escape®: Merge & Story	▲	24	第五人格	▲
10	崩坏：星穹铁道	▼	25	Lands of Jail	▼
11	Age of Origins	▲	26	口袋奇兵	▼
12	Mobile Legends: Bang Bang	▲	27	王国纪元	▼
13	恋与深空	▼	28	偶像梦幻祭!! Music	▲
14	Puzzles & Survival	▲	29	Isekai: Slow Life	▲
15	原神	▼	30	Puzzles & Chaos	-

资料来源：Sensor Tower，游戏葡萄微信公众号，华源证券研究所

图表 47：2025 年 8 月全球手游收入与下载量排行榜 TOP10

收入排行榜	收入增长排行榜
1 Last War: Survival Game FUNFLY	1 Pokémon GO Scopely
2 Honor of Kings Tencent	2 Fate/Grand Order Sony Corporation
3 Whiteout Survival Century Games	3 Game For Peace Tencent
4 MONOPOLY GO! Scopely	4 Teamfight Tactics Tencent
5 Royal Match Dream Games	5 Kingshot Century Games
6 Candy Crush Saga Microsoft Corporation	6 Pokémon TCG Pocket The Pokémon Company
7 Game For Peace Tencent	7 Clash Royale Supercell
8 Pokémon GO Scopely	8 League of Legends: Wild Rift Tencent
9 Coin Master Moon Active	9 ROBLOX Roblox Corporation
10 ROBLOX Roblox Corporation	10 Honor of Kings Tencent

资料来源：SensorTower 微信公众号，华源证券研究所

打通 APP 游戏出海验证到国内上线小游戏端/APP 端的模式。2024 年 4 月，《无尽冬日》（《Whiteout Survival》的国内小程序版本）上线微信小游戏，首月流水突破 2 亿元，并持续处于微信小游戏畅销榜前列。2025 年 8 月 28 日，点点互动旗下中世纪背景的生存 SLG 游戏《奔奔王国》（《King Shot》的国内小游戏版本）登陆微信小游戏平台，9 月 9 日进入畅销榜 Top 20。我们认为，从《Whiteout Survival》到《Kingshot》，再从《无尽冬日》到《奔奔王国》，点点互动“先海外测试、再小游戏推广、后国内 App 上线”的发行模式，逐步建立起了一套可持续的 SLG 研发路径。

图表 48：《无尽冬日》小游戏排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

注：粉色为畅销榜排名，蓝色为人气榜排名，后同

注：标题末尾为小游戏排名平台微信/抖音，后同

图表 49：《奔奔王国》小游戏排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

4.2. 腾讯控股：一个新游戏平台的开辟

腾讯作为微信小游戏的平台方，或直接受益于小游戏大盘增长。据伽马数据，2024 年国内小游戏市场规模达到 398.36 亿元。据 DataEye 预估测算，2025 年预计国内小游戏市场规模达 610 亿。在 2025 年 6 月小游戏开发大会上，微信小游戏团队表示，微信小游戏月活跃用户达到 5 亿，微信小游戏开发者已超过 40 万，其中 30 人规模以下的团队超 8 成。

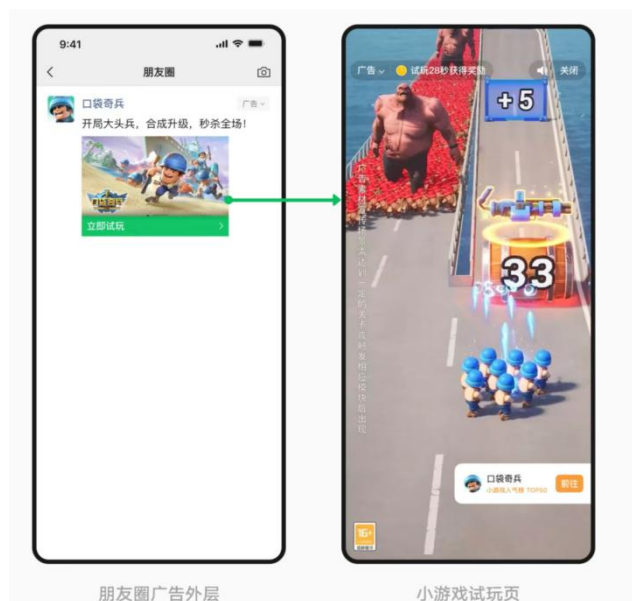
腾讯公布微信小游戏 2025 年第二季度总流水同比增长 20%。按照业内普遍情况，我们认为腾讯可通过“内购分成+广告”直接分享小游戏的成长红利。除了直接流水分成外，小游戏开发者为获取用户需在微信平台投放朋友圈、公众号信息流等广告，这也或将直接计入腾讯的广告收入。

图表 50: 微信小游戏在朋友圈投放广告



资料来源：微信截图，华源证券研究所

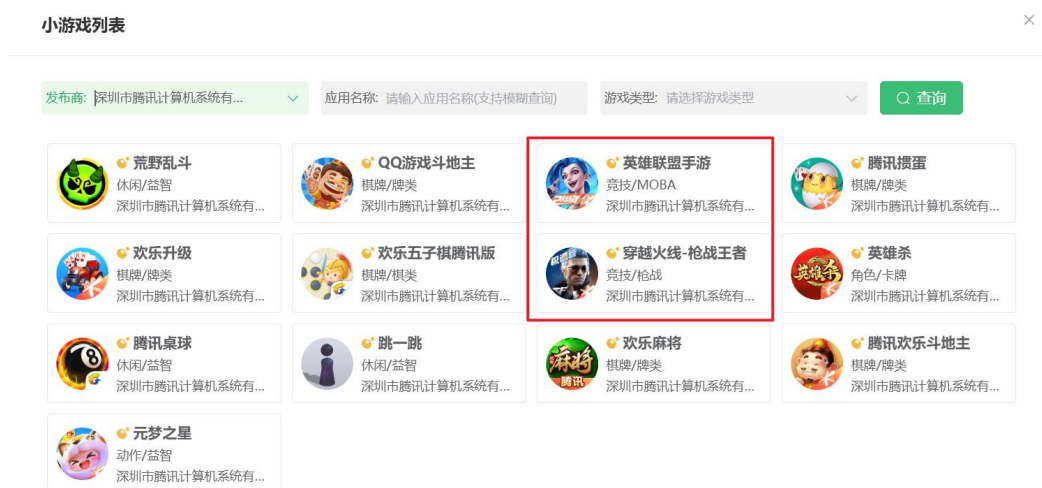
图表 51: 从朋友圈广告外层点击进入小游戏试玩页



资料来源：微信广告助手微信公众号，华源证券研究所

腾讯自身也推出小游戏产品，擅长休闲品类。腾讯旗下小游戏主要以休闲品类的棋牌游戏为主，《跳一跳》《欢乐斗地主》《欢乐麻将》等作为腾讯休闲游戏的常青树，用户基数庞大，《欢乐斗地主》持续进入畅销榜前列。

图表 52: 腾讯旗下小游戏梳理



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

图表 53: 《腾讯欢乐斗地主》排名趋势 (微信)



资料来源: 引力引擎, 华源证券研究所

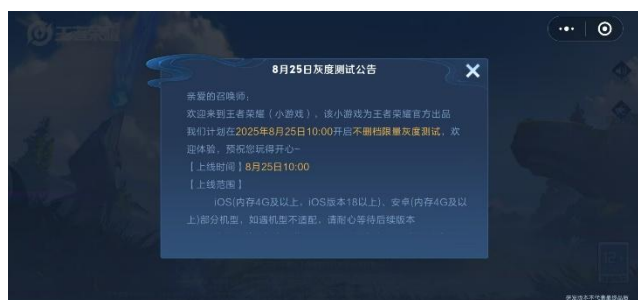
图表 54: 《欢乐麻将》排名趋势 (微信)



资料来源: 引力引擎, 华源证券研究所

顺应中重度化趋势, 旗舰产品推出小程序端。腾讯陆续推出《荒野乱斗》、《英雄联盟手游》、《穿越火线枪战王者》的小程序版本,《王者荣耀》小游戏端于 2025 年 8 月 25 日开启内测。相较于 APP 端, 小程序端的玩法和内容更为简单, 游戏节奏更快, 本质上是通过轻量化适配叠加社交裂变放大的策略, 在保持中重度游戏核心玩法的同时, 降低用户尝试门槛, 进一步扩大用户基数并强化生态粘性。

图表 55: 王者荣耀小游戏开启灰度测试



资料来源: 微信小程序, 华源证券研究所

图表 56: 王者荣耀小游戏



资料来源: 微信截图, 华源证券研究所

4.3. 三七互娱: 小游戏赛道的首批掘金者

较早进入小游戏赛道, 持续探索发行模式和打法。三七互娱 2020 年即开始探索小游戏赛道, 初期主要集中于传奇类游戏, 如 2020 年《烽火攻城》、《屠龙破晓》等传奇游戏。

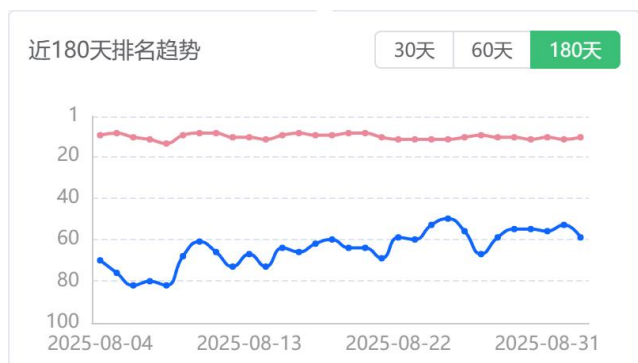
公司买量投放优势天然适配小游戏赛道。小游戏大多玩法偏轻度, 买量成本较低, 大多小游戏玩家的特点是被动触达, 因此买量运营模式天然适配小游戏生态。从发行层面看, 公司沉淀了较强的流量经营能力, 有望将一款成功内核的产品触达更多的泛用户。

2023 年后, 公司在小游戏赛道形成初步沉淀。2023 年 6 月,《寻道大千》正式公测, 游戏以“砍树 (开箱子)”作为核心玩法, 并结合放置挂机、灵兽养成、妖盟社交等元素。据广大出海笔记微信公众号,《寻道大千》2023Q3 流水预估超 10 亿元, 并连续 20 个月

稳居微信小游戏畅销榜 TOP3，峰值月流水达 7 亿元人民币，截至 2024 年 12 月，《寻道大千》微信小游戏 MAU 超 3500 万。据引力引擎，目前《寻道大千》仍然处于小游戏畅销榜前列。

在国内通过小程序游戏进行商业化验证后，推出 APP 布局海外。2023 年 8 月，三七互娱在海外推出《小妖问道》（《寻道大千》的繁体 APP 版）。据 GameLook 数据，2023 年 9 月《小妖问道》的海外流水超过了 3000 万人民币。

图表 57：《寻道大千》排名趋势（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

图表 58：《小妖问道》位列 2023 年 12 月中国手游海外收入增长排行榜第十四名

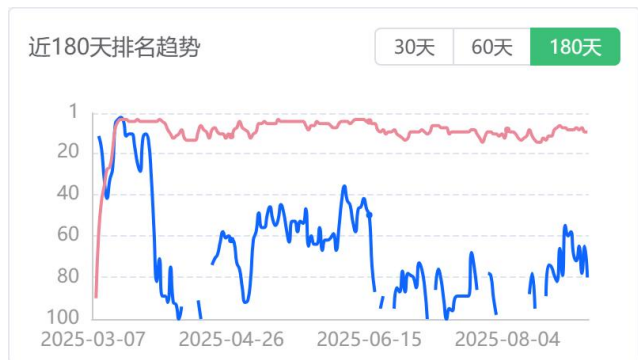


资料来源：游戏价值论微信公众号，华源证券研究所

2025 年初，公司《时光大爆炸》《英雄没有闪》等多款小游戏陆续上线，均采用“小游戏+APP”多端发行模式。模拟经营游戏《时光大爆炸》1 月 APP 首发荣获 IOS 免费榜第一，后续上线小程序版本，迅速跻身微信小游戏畅销榜第 4 名；放置 ARPG 刷宝游戏《英雄没有闪》APP 版本上线后迅速冲进 iOS 畅销榜前五，而后小程序版也迅速登顶微信小游戏畅销榜。

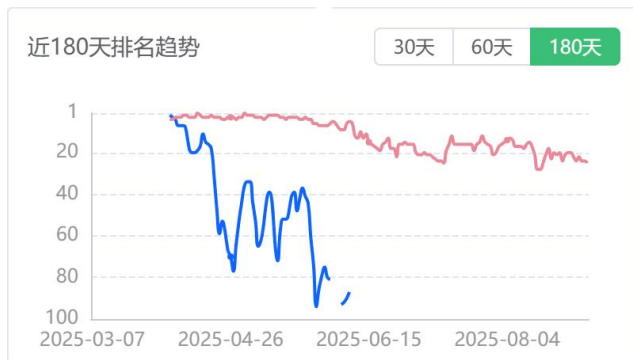
出海方面，《英雄刷刷刷》（《英雄没有闪》的中国港澳台版本）于 2025 年 5 月份在中国港澳台市场上线，《Lootborn Warriors》（《英雄没有闪》的海外版本）6 月初在英国、法国等 43 个欧洲国家上线。《时光大爆炸》则在 2024 年 12 月开始小规模投放繁中服预约广告，2025 年 3 月上线了中国港澳台市场，上线一周内即进入 AppStore 中国台湾地区游戏畅销榜前 10。

图表 59：《时光大爆炸》排名趋势（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

图表 60：《英雄没有闪》排名趋势（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

4.4. 恺英网络：IP 战略的延申

2022 年底，恺英网络发行国风传统武侠 RPG《新倚天屠龙记》，采用常规的先 APP、后小游戏的发行方式，更多的是把微信小游戏作为了一个补充的渠道。

在发行策略上优先进入小游戏赛道。2023 年 9 月，公司率先在小游戏端上线《仙剑奇侠传之新的开始》，并一度进入微信小游戏畅销榜前十。2024 年 1 月 26 日，APP 版本开启公测。2024 年初，公司旗下靶心 like 小游戏《怪物联萌》在上线微信小游戏之初就爬升至畅销榜前 10，且稳居榜单数月。2024 年 6 月，《怪物联萌》开启全平台公测。

图表 61：2024 年 1 月 23 日微信小游戏畅销榜，《仙剑奇侠传之新的开始》排名第 6 位



资料来源：游戏葡萄微信公众号，华源证券研究所

图表 62：《怪物联萌》小游戏界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

产品储备方面，今年恺英网络计划测试《太上补天卷》和《小兵打天下》。《小兵打天下》采用 Thronefall+模拟建造的融合玩法，玩家需要在自己的营地上搭建各种炮塔、火炮和围栏，用于晚上抵御前来进攻的敌人。

图表 63：《小兵打天下》游戏封面



资料来源：游戏新知微信公众号，华源证券研究所

图表 64：《小兵打天下》游戏界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

4.5. 吉比特：“问道”IP 的全新增量渠道

2025 年 5 月，吉比特上线由“问道”IP 开发的回合制 RPG 小游戏《道友来挖宝》，6 月 18 日进入微信小游戏畅销榜第五位。9 月 18 日，吉比特旗下小游戏《道友来挖宝》登上微信小游戏畅销榜 TOP1。

基于“问道”IP 实现手游转小游戏。玩法上，《道友来挖宝》高度还原了问道的核心玩法，例如刷道行系统。题材上来看，《道友来挖宝》主要是基于《问道手游》的玩法和素材开发的小游戏。用户上来看，《道友来挖宝》则主要吸引了“问道”IP 的流失用户。

公司投资优秀引擎研发商，截至 25H1 持有 Unity 中国 1.6% 股权。Unity 中国为美国游戏引擎开发商 Unity Technologies 在中国成立的合资公司，其推出的团结引擎为游戏、汽车、工业制造、影视动画等领域提供创作支持。

图表 65：《道友来挖宝》排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

图表 66：《道友来挖宝》小游戏界面



资料来源：游戏截图，华源证券研究所

4.6. 巨人网络：旗舰产品再度启航

2024 年 2 月，巨人网络基于“征途”IP 推出小游戏《王者征途》，成功引入超 2500 万新增用户，全年贡献流水 6 亿元。旗舰手游《原始征途》在小程序端正式上线并于 2025 年 1 月正式开启买量投放，首月新增用户达到 586 万，25 年上半年累计新增用户突破 2000 万，月均流水稳定维持在 1 亿元左右。

图表 67：《王者征途》微信小游戏排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

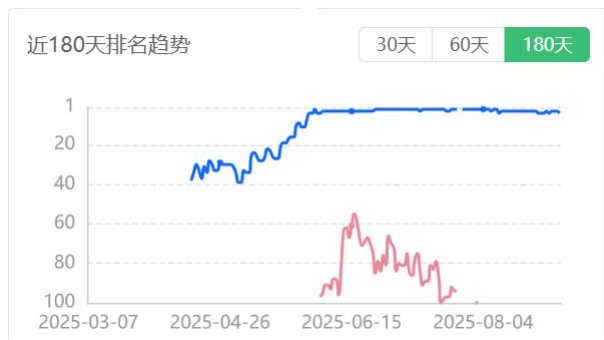
图表 68：《原始征途》小游戏排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

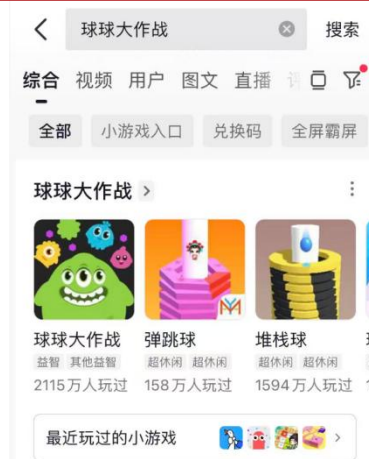
《球球大作战》上线抖音小程序，为 APP 端带来新进转化。2025 年上半年累计新进用户数超 1100 万，且呈逐月攀升的态势，小程序日活跃用户超 100 万。

图表 69：《球球大作战》小游戏排名情况（抖音）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

图表 70：《球球大作战》上线抖音小程序



资料来源：抖音 APP，华源证券研究所

4.7. 掌趣科技：增量小游戏赛道布局

公司积极布局小游戏赛道。2023 年第三季度掌趣科技上线小游戏产品《大圣顶住》，在上线后取得良好的流水表现，公司在小游戏赛道的布局取得初期成效。2024 年上半年，公司实现营业收入 4.68 亿元，同比上升 2.02%，主要由于新增小游戏产品收入。

图表 71：《大圣顶住》微信小游戏

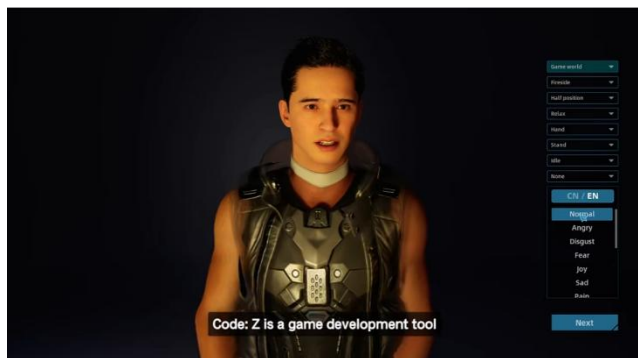


资料来源：微信截图，华源证券研究所

公司全面拥抱 AI。2023 年 6 月，掌趣科技与北京悠米互动娱乐科技有限公司达成业务合作，共同开发“AI 游戏创作平台”，实现“AI+UGC”。2023 年 7 月，公司与成都潜在人工智能科技有限公司达成战略合作。此外，在 2024 年 CES 展上公司公布与英伟达在 AI 技术与应用方面开展合作，英伟达将向“AI 游戏创作平台”提供 DLSS、Audio2Face 等 AI 技术支持。

积极布局 AI 游戏引擎。公司与北京蓝亚盒子科技有限公司达成业务合作，联合推出 LayaAir 3 游戏引擎，为广大游戏开发者提供更加智能、自动化的游戏引擎产品，推动游戏产业技术发展。

图表 72: NVIDIA Audio2Face 应用展示



资料来源：掌趣科技微信公众号，华源证券研究所

图表 73: 英伟达 (NVIDIA) 在 COMPUTEX 2024 演讲中展示了掌趣科技和悠米互娱共同开发的“AI 游戏创作平台”最新视频片段



资料来源：掌趣科技微信公众号，华源证券研究所

深度运营全球头部 IP。公司是国内较早确立全球化发展的游戏企业，与海外优质渠道资源合作，不断发掘全球范围优质 IP 资源，在中国香港、日本、韩国、新加坡等多地设有子公司。公司投资 Webzen（韩国网禅）等国际 IP 方，成功推出《全民奇迹》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《奇迹 MU：觉醒》、《一拳超人：最强之男》、《全民奇迹 2》等多款拥有全球知名度的精品游戏。

经典 IP 手游改编小游戏。2019 年《一拳超人：最强之男》手游上线，8 小时取得 IOS 免费总榜第一，游戏类畅销榜第四。公司推出其小游戏版本，2025 年 4 月《一拳超人：最强之男》小游戏版本进入小游戏畅销榜 Top100。

图表 74: 《一拳超人：最强之男》小游戏排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

图表 75: 《一拳超人：最强之男》小游戏界面



资料来源：游戏价值论微信公众号，华源证券研究所

4.8. 星辉娱乐：全面布局 IP+小游戏赛道

全面落地小程序游戏战略布局，推进多平台、多渠道发展。星辉娱乐持续发力小程序游戏赛道，为游戏业务提供新的增长动能。2025 年上半年，公司发行的放置 RPG 手游《仙境传说：破晓》在微信小程序上线，上线一周后入围微信小程序游戏畅销榜 Top8。公司深耕小程序游戏境内外发行联动，《仙境传说：破晓》于 2025 年 7 月在中国港澳台地区上线，后续将继续推进东南亚及其他地区发行。此外，公司自研的卡牌 RPG 游戏《盗墓笔记》微信小程序版本于 2025 年 7 月 31 日上线，上线首月入围微信小程序游戏畅销榜 Top30。

图表 76：《仙境传说：破晓》在微信小程序上线首周入围微信小程序游戏畅销榜 Top10



资料来源：游戏新知微信公众号，华源证券研究所

图表 77：《盗墓笔记》小游戏排名情况（微信）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

5. 投资分析意见

我们认为小游戏逐步实现了从碎片化消遣到中重度化及精品化的成长。日益繁荣的内容生态是游戏市场难得的增量空间。当前时点，我们建议把握生态的成熟放量：

1) 中重度化趋势有望强化用户粘性和 ARPU。小游戏未来有望形成以轻度化玩法为入口、重度化内容做留存的融合趋势。“轻度化玩法”降低用户尝试门槛，“重度化内容”通过养成体系等深度设计提升用户粘性。

2) 混合变现趋势或将加强。混合变现具有付费后置的特点，如以激励广告来提升轻度、零氪玩家用户的游戏体验，进而提升用户的留存率，最终通过内容的输出以增加这类玩家的付费意愿。

3) 小游戏出海是新的游戏输出形式。小游戏出海以低成本、短周期开发的轻度游戏为核心，聚焦 H5 游戏、小程序游戏等形式，用户获取依赖于流量平台，出海模式细分为 H5 游戏出海、小程序游戏出海及双端发行。小游戏海外生态逐步扩大，YouTube、TikTok、Discord 等海外社交头部平台纷纷加速布局小游戏赛道，并逐步开启内购变现功能。

我们建议关注构建小游戏平台基础的【腾讯控股】，以及前瞻加强布局小游戏生态的游戏厂商，包括【世纪华通】、【三七互娱】、【吉比特】、【恺英网络】、【巨人网络】、【掌趣科技】、【星辉娱乐】等。

6. 风险提示

（1）经营风险

如果游戏公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏产品的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏产生的收益可能无法抵补上述支出，从而削弱游戏公司未来的盈利能力。

（2）行业政策变化风险

近年来相关监管部门高度重视游戏行业的健康发展，针对游戏研发、出版、运营等环节实行较为严格的监管措施，对未成年人保护及防沉迷工作提出系列具体要求，存在行业政策变化风险。

（3）游戏流水不及预期风险

若公司游戏流水不及预期，将会对游戏公司营收端和利润端造成不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。