

2025 年 07 月 11 日

投资评级：增持（首次）

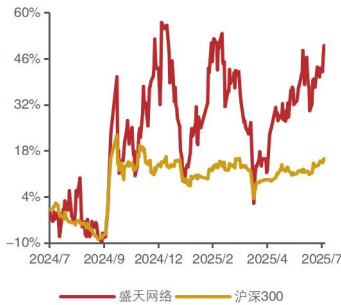
证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

魏桢
weizhen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 10 日

收盘价（元）	14.15
一年内最高/最低（元）	16.01/8.47
总市值（百万元）	6,940.72
流通市值（百万元）	5,636.63
总股本（百万股）	490.51
资产负债率（%）	10.55
每股净资产（元/股）	2.99

资料来源：聚源数据

盛天网络(300494.SZ)

——多元娱乐生态布局，AI 驱动社交增长

投资要点：

- **构建跨场景数字娱乐平台矩阵，聚焦“平台+内容+服务”多元生态。**公司深耕数字娱乐场景十余年，构建以 IP 运营、游戏发行、云游戏平台、AI 社交等为核心的“平台+内容+服务”业务体系，覆盖云游戏、电竞酒店、网吧、移动终端等多元场景。2025 年一季度，公司营收同比增长 24.16%至 3.15 亿元，归母净利润同比增长 78.56%至 2543 万元，新产品周期初显成效，业绩回升趋势显现。
- **持续深耕游戏 IP 运营赛道，通过长期布局与高质量合作打造出强大且具持续变现能力的 IP 生态。**子公司天戏互娱专注于 IP 引进与授权、IP 监修与游戏联合运营，已与光荣特库摩等头部厂商建立稳定合作关系，手握《三国志》《真·三国无双》等知名 IP 资源，打造出《三国志 2017》《三国志·战略版》等爆款产品，并凭借丰富 IP 储备和成熟运营模式，成为数字 IP 应用工作委员会首批委员单位。
- **游戏自研自发领域持续发力，移动游戏与独立游戏双线推进，展现强劲内容产出能力。**《星之翼》上线后长期稳居 Steam 日区榜单前列，出海成绩亮眼，《真·三国无双 天下》也已获版号即将上线；同时，旗下 Paras Games 不断推出高质量独立游戏，产品《活侠传》为国产独立游戏标杆，展现公司多元化产品矩阵和叙事创新能力。
- **“AI+”赋能游戏、社交与音乐多元场景。**公司于 2025 年发布自研 AI 平台 VRACE，集成美术、语音、文本等核心能力，拓展 AI 在陪玩、社交及游戏交互中的应用。旗下带带电竞通过“AI 声鉴”实现个性化匹配，推动陪玩平台智能进化；音乐社交平台“给麦”借助 AI 实现从创作到演绎的全链路支持，持续优化用户体验；游戏方面，《字灵契约》《密语炸弹》等产品将 AI Prompt 生成与对局玩法深度融合。
- **积极布局云游戏和电竞酒店等新兴数字娱乐场景。**旗下“随乐游”云游戏平台依托云计算与边缘计算，打造跨端、低延迟、高互动的社交化云游戏体验，已拓展至 AR 设备、车载终端等多元场景；“易乐途”数字娱乐平台则专为电竞酒店打造，打通管理链路，并通过与美团、腾讯等合作，构建覆盖硬件到内容的完整生态体系。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.6/1.8/2.0 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/12.5%/11.3%，当前股价（2025/07/10）对应的 PE 分别为 43/39/35 倍。我们选取吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳为可比公司，鉴于公司核心新品即将推出，且 AI+应用布局前瞻完备，具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**经营风险，行业政策风险，核心人员流失风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,329	1,136	1,442	1,696	1,842
同比增长率（%）	-19.84%	-14.56%	26.93%	17.68%	8.61%
归母净利润（百万元）	169	-261	160	180	200
同比增长率（%）	-23.81%	-253.84%	161.36%	12.52%	11.27%
每股收益（元/股）	0.35	-0.53	0.33	0.37	0.41
ROE（%）	9.87%	-18.09%	10.06%	10.24%	10.30%
市盈率（P/E）	40.98	-26.64	43.42	38.59	34.68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1.6/1.8/2.0 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/12.5%/11.3%，当前股价（2025/07/10）对应的 PE 分别为 43/39/35 倍。我们选取吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳为可比公司，鉴于公司核心新品即将推出，且 AI+应用布局前瞻完备，具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

（1）网络广告与增值业务：PC 复兴趋势下，公司网吧业务预期逐步复苏，加之公司社交业务积极布局，预期带动网络广告与增值业务增长，2025–2027 年营收同比增长 20.00%/19.00%/10.00%。

（2）游戏运营业务：易乐玩游戏联运业务与部分新游发行运营业务预期带来收入增长，2025–2027 年营收同比增长 15.50%/7.50%/3.00%。

（3）IP 运营业务：《三国志·战略版》长期稳健，《真·三国无双 天下》即将发行，驱动 IP 运营业务收入大幅提振，2025–2027 年营收同比增长 120.00%/20.00%/5.50%。

投资逻辑要点

（1）《三国志 2017》及《三国志·战略版》等 IP 运营业务构建稳健基本盘，核心产品《真·三国无双 天下》即将上线。

（2）带带电竞游戏社交业务利润持续增长，给麦借助 AI 实现从创作到演绎的全链路支持，持续优化用户体验，未来有望成为利润新增长极。

核心风险提示

经营风险，行业政策风险，核心人员流失风险。

目录

1. 公司简介	6
1.1. 历史沿革：数字娱乐场景先行者	6
1.2. 产品矩阵	7
1.3. 股权结构：子公司覆盖产业链上下游，董事长兼创始人掌舵	8
1.4. 财务分析：核心业务调整完成，新品布局引发阶段性波动	10
2. IP 运营业务长线经营，爆款 IP 持续贡献收入	12
2.1. 游戏 IP 市场分析	12
2.2. 持续布局 IP 运营业务，手握大量经典 IP 和爆款产品	12
3. 游戏自研自发能力补齐，移动与独立游戏领域齐头并进	14
3.1. 移动游戏：深耕多平台和出海布局，巩固市场领先地位	14
3.2. 独立游戏：Paras Games 工作室持续产出高质量内容，树立行业标杆	15
4. “AI+”三管齐下，赋能陪玩、音乐社交和游戏赛道	16
4.1. AI 平台 VRACE	16
4.2. “带带”+“给麦”突破陪玩行业市场	16
4.3. 带带电竞：“AI+社交+陪玩”	17
4.4. 给麦：“AI+社交+音乐”	19
4.5. 《字灵契约》《密语炸弹》：“AI+社交+游戏”	21
5. 云游戏和电竞酒店	26
5.1. 随乐游云游戏平台	26
5.2. 易乐途数字娱乐平台	27
6. 盈利预测与评级	29
7. 风险提示	30

图表目录

图表 1: 盛天网络历史发展沿革	7
图表 2: 公司产品矩阵	8
图表 3: 公司股权结构分布及主要参股或控股公司（截至 2025 年 4 月 3 日）	9
图表 4: 公司主要管理人员信息	9
图表 5: 2018-2025 年第一季度公司营业收入及同比增速	10
图表 6: 2020-2024 年公司分业务营业收入	10
图表 7: 2018-2025 年第一季度公司归母净利润及同比增速	11
图表 8: 2020-2024 年分业务毛利率变动情况	11
图表 9: 2018-2025 年第一季度公司三大费用及费用率	11
图表 10: 2024 年前三季度中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况（按流水）	12
图表 11: 2020 年-2024 年前三季度引进授权 IP 游戏市场状况	12
图表 12: 天戏互娱旗下部分授权 IP	12
图表 13: 天戏互娱 IP 运营和游戏运营业务	12
图表 14: 公司 IP 授权产品	13
图表 15: 《三国志 2017》策略玩法	13
图表 16: 《三国志·战略版》策略玩法	13
图表 17: 《星之翼》Taptap 界面	14
图表 18: 《星之翼》在 Steam 日区排行榜位列第二	14
图表 19: 《真·三国无双 天下》游戏截图	15
图表 20: Paras Games 在 Steam 商店中的部分作品	15
图表 21: 《活侠传》在 Steam 过去 30 天的用户测评中 76% 为好评（截至 2025 年 7 月 8 日）	15
图表 22: 2021 年中国游戏陪玩行业用户月消费金额情况	16
图表 23: 2019-2027 年中国游戏陪玩行业实际和预测的市场规模及增速	16
图表 24: 游戏陪玩行业产业链	17
图表 25: 带带电竞截图	18
图表 26: 带带电竞 2024 年 11 月 1 日至 2025 年 6 月 15 日 iPhone 端预估下载量（次）	18
图表 27: 带带电竞内的 AI 声鉴功能	19

图表 28: 给麦 APP	19
图表 29: 给麦 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 4 月 28 日 IOS 排名数据及更新情况	20
图表 30: 给麦 APP 里的 AI 玩法	21
图表 31: 《字灵契约》角色创建页面	22
图表 32: 《字灵契约》中生成的游戏角色和技能描述	22
图表 33: 《字灵契约》角色“战将训练”界面（前）	22
图表 34: 《字灵契约》角色“战将训练”界面（后）	22
图表 35: 《字灵契约》攻防阶段	23
图表 36: 《字灵契约》攻防判定阶段	23
图表 37: 《字灵契约》鼓舞阶段	23
图表 38: 《字灵契约》鼓舞判定阶段	23
图表 39: 《字灵契约》大招阶段	24
图表 40: 《字灵契约》对局结算阶段	24
图表 41: 《字灵契约》战斗日志界面	24
图表 42: 《密语炸弹》界面	25
图表 43: 2024 年中国云游戏用户选择玩云游戏的原因	26
图表 44: 2020-2023 年中国云游戏市场规模	26
图表 45: 随乐游云游戏平台页面	27
图表 46: 随乐游云游戏平台中的房间	27
图表 47: 2020-2024 年中国电子竞技用户规模和增长率	27
图表 48: 2025 年春节假期热门酒店预订主题	27
图表 49: 易乐途的五端互通与运作链路	28
图表 50: 易乐途产品矩阵	28
图表 51: 可比公司估值表	29

1. 公司简介

1.1. 历史沿革：数字娱乐场景先行者

湖北盛天网络技术股份有限公司成立于 2009 年，作为湖北省首家上市的互联网企业，于 2015 年 12 月 31 日在深圳证券交易所上市。公司是国内领先的场景化数字娱乐平台，深耕数字娱乐场景十余年，依托“平台-内容-服务”一体化运营体系，形成了以 IP 运营、游戏发行、互联网广告及增值服务为核心的业务矩阵。

抢占网娱平台先机（2009-2013 年）：

2006 年，创始人赖春临依托硬件销售积累的渠道资源，在密集网吧装机服务中敏锐地发现网吧系统频繁的软件更新、病毒处理及数据安全需求。2009 年公司成立，其核心产品“易乐游”的市占率从 2011 年的 29.5%持续攀升至 2013 年的 37.7%，稳居行业第二。此阶段构建的网吧场景流量入口优势，为后续业务多元化奠定了业务基础。

转型场景化互联网平台（2014-2017 年）：

2014 年，公司旗下产品易乐游网娱平台市场份额达 38.3%，覆盖网吧超过 5 万家。在此基础上，公司不断深化互联网娱乐平台定位，开发针对网页游戏的游戏联运平台“易乐玩”平台、公众上网场所互动营销解决方案“连乐无线”、移动资源分发工具“随乐游”等产品，覆盖网吧、酒店、机场车站、旅游、商圈和大量中小商户场景，逐步从单一的网娱平台运营商转向场景化互联网用户运营平台。

“IP+云”双轨并行，研发业务初探（2018-2021 年）：

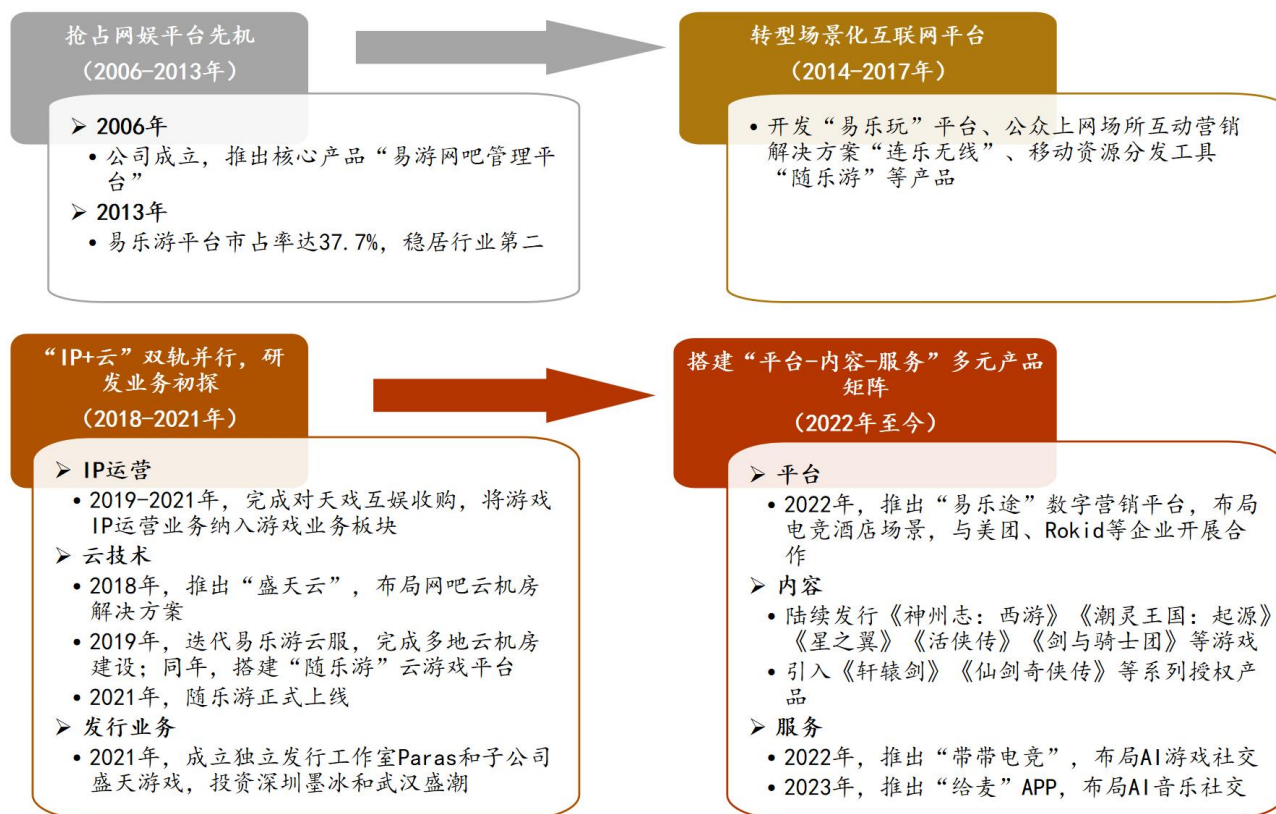
在 IP 运营方面，2019 年，公司完成对天戏互娱 70%股权的收购，将游戏 IP 运营业务纳入游戏业务板块。天戏互娱以精品 IP 运营为核心业务，与日本光荣等公司保持长期稳定合作关系，拥有《生死格斗 5》《三国志 11》《大航海时代 4》《真三国无双 6》等多款 IP。后续，公司陆续推出《三国志·战略版》《真·三国无双 霸》并于 2021 年收购天戏互娱剩余股份。在云技术方面，2018 年，公司推出“盛天云”，开始布局网吧云机房解决方案。2019 年，公司与三大电信运营商合作，对易乐游云服进行了迭代开发，通过搭建城域网云服务平台将分布式的网吧维护管理集中化，并在全国多个城市完成云机房的建设。同年，公司初步搭建“随乐游”云游戏平台，并进行了测试。2021 年，随乐游平台正式上线，支持电视、手机、平板电脑等多端使用，短期内实现注册用户快速增长。在发行业务方面，2021 年，公司成立独立游戏发行工作室 Paras 和专注游戏发行的子公司武汉盛天游戏，并分别投资深圳墨冰和武汉盛潮，持续布局研发业务。

搭建“平台-内容-服务”多元产品矩阵（2022 年至今）：

在平台方面，2022 年，公司开拓电竞场景业务，推出“易乐途”数字营销平台，为电竞酒店提供一体化一站式服务平台。并与行业头部 PMS、CRM 企业展开深度合作，与 5G+AI+AR 软硬件供应商 Rokid 达成深度合作，打造线下 XR 应用场景。在内容方面，除了持续耕耘 IP 运营业务，公司陆续发行《神州志：西游》《潮灵王国：起源》《星之翼》《活侠传》《剑

与骑士团》等游戏，并引入了《轩辕剑》《仙剑奇侠传》《大富翁》等系列授权产品。在**服务方面**，2022年，公司推出游戏社交产品“带带电竞”。2023年，与大模型开发商聆心智能开展合作，持续探索 AI+游戏社交场景。同年，推出 AI 音乐社交产品“给麦”APP，定位深度融合 AI 应用的音乐交友和创作平台，在持续迭代中推出了 AI 歌声进化、AI 说唱、AI 写歌等功能。

图表 1：盛天网络历史发展沿革



资料来源：公司公告等，华源证券研究所

1.2. 产品矩阵

公司已构建基于“平台-内容-服务”的多元化产品矩阵。平台方面，通过随乐游云游戏平台（支持电视/手机/平板多端使用）、易乐途数字娱乐平台（提供电竞酒店专业解决方案实现运营闭环）、易乐玩游戏平台（多端游戏运营）和易乐游网娱平台（网吧一站式服务）覆盖云游戏、电竞酒店、游戏运营及网吧场景；内容方面形成 IP 改编（《三国志·战略版》等）、独立发行（《潮灵王国：起源》《星之翼》《活侠传》等）、授权引进（《轩辕剑》《仙剑奇侠传》《大富翁》等）和联合运营（《三国志 2017》等）四大内容矩阵；服务方面聚焦 AI 技术应用，通过带带电竞（游戏社交+陪练+电商等功能探索）和给麦 APP（AI 音乐创作+社交互动）构建“AI+游戏+社交”与“AI+音乐+社交”双轨服务体系，持续深化技术迭代与场景融合。

图表 2：公司产品矩阵



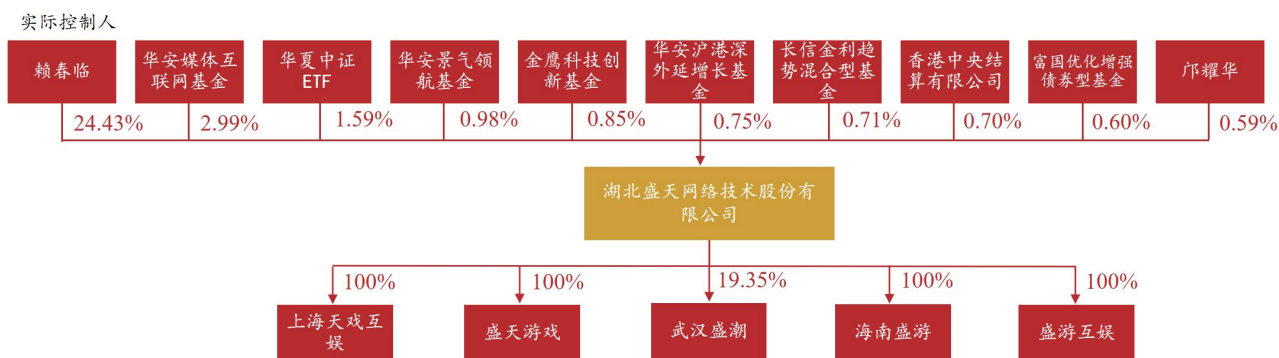
资料来源：公司公告，各平台官网，华源证券研究所

1.3. 股权结构：子公司覆盖产业链上下游，董事长兼创始人掌舵

截至 2025 年 4 月 3 日，公司单一最大股东为创始人兼董事长赖春临，持股比例 24.43%，为公司实际控制人。第二/第三/第四大股东分别为华安传媒互联网混合型证券投资基金/华夏中证动漫游戏交易型开放式指数证券投资基金/华安景气领航混合型证券投资基金，持股比例分别为 2.99%/1.59%/0.98%。

公司控股子公司覆盖游戏产业链上下游。1) **游戏 IP 运营侧**，公司分别于 2019 和 2021 年完成对上海天戏互娱 70%（花费 4.2 亿元）和 30%（花费 3.6 亿元）的股权收购。上海天戏互娱专注精品 IP 运营，十年间先后运营端游页游十余款，包括《真·三国无双 online》《大航海时代 online》《百万人的三国志 特别版》《信长之野望 online》等殿堂级 IP 产品；2) **游戏发行侧**，公司旗下子公司盛天游戏、独立工作室 Paras 负责游戏发行业务，同时发掘、扶持优秀独立游戏产品出海；3) **电子竞技侧**，子公司海南盛游专注于电子竞技赛事开发、电子竞技游戏产品推广、电子竞技衍生服务等业务；4) **游戏社交侧**，子公司盛游互娱研发带带陪玩、带带电竞等产品，聚焦打造人与人语音交流平台，满足玩家陪伴和陪练的需求。

图表 3：公司股权结构分布及主要参股或控股公司（截至 2025 年 4 月 3 日）



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

注：股东持股比例截至 2025 年 4 月 3 日，参股或控股公司持股比例截至 2024 年报

董事长掌舵公司战略发展，管理层深耕游戏产业。创始人兼董事长赖春临女士自始至终掌舵公司战略发展与运营管理，带领公司实现从网吧平台业务到多场景数字娱乐业务的成功转型。董事、副总经理、财务总监兼董事会秘书王俊芳女士在公司任职十余年，财务管理经验深厚。四位分管公司业务的副总经理中，邝耀华先生拥有超过二十年的技术研发与项目管理经验，长期负责公司技术研发工作；龚龙先生入职 15 年，专注广告营销及游戏发行业务；陈自力先生具有多年的媒体行业高管经验，于 2022 年加入公司主管对外公共事务。

图表 4：公司主要管理人员信息

管理人员	主要任职	工作经历
赖春临	董事长兼总经理	- 公司创始人，2006 年至 2009 年 10 月任武汉盛天信息技术有限公司执行董事兼总经理，2009 年 11 月至 2011 年 11 月任湖北盛天网络技术有限公司执行董事兼总经理，2011 年 11 月至今任公司董事长兼总经理。 - 全面负责公司的战略发展与运营管理。
王俊芳	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	2004-2009 年先后在湖北国创高新材料股份有限公司、武汉优尼克工程纤维有限公司、国创高科实业集团有限公司分别任会计、财务主管、财务部长等职务。 2009 年起任公司财务总监。2020 年 1 月 3 日选举为本公司非独立董事。2020 年 4 月 27 日聘任为公司副总经理。2021 年 4 月 23 日至 2021 年 7 月 22 日代行公司董事会秘书职责，2021 年 10 月至 2022 年 3 月兼任公司董事会秘书。2023 年 12 月 8 日，经聘任为公司董事会秘书。 - 现任公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。
邝耀华	副总经理、首席架构师	2009 年 11 月至 2011 年 11 月任湖北盛天网络技术有限公司董事、副总经理。2011 年 11 月至 2020 年 5 月任湖北盛天网络技术股份有限公司董事、副总经理。2020 年 5 月因个人原因辞任公司董事、副总经理职务。2020 年 5 月至今担任公司首席架构师职务。2023 年 8 月 3 日起，任公司副总经理，分管公司技术研发。 - 拥有超过二十年的技术研发和项目管理经验，长期掌管公司技术研发工作，曾主持并深度参与易乐游、EYOONET 游戏分发引擎、盛天云、随乐游云游戏、易乐途电竞酒店等诸多重点项目的架构设计和核心开发。 - 公司多项核心专利的发明人，为公司的产品研发以及技术创新作出过卓越贡献。
龚龙	副总经理	2007-2010 年在上海悦维计算机信息技术有限公司从事广告销售工作。 2010 年 5 月入职公司，先后担任广告营销部华南区销售经理、华南区销售总监。2018 年 1 月至 2021 年 1 月担任公司广告营销部高级营销总监，全面负责盛天网络全国广告业务。2021 年 1 月 10 日起，任公司副总经理，分管游戏广告营销。
陈自力	副总经理	1999 年起在长江日报报业集团历任武汉晚报专栏记者、武汉商报执行总经理、武汉晚报医疗卫生部主任、现代健康报总编辑、武汉晚报广告部主任、长江日报报业集团地产传播研究院院长、武汉晚报总经理等职务。 2022 年 5 月起，任公司副总经理，主管对外公共事务。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.4. 财务分析：核心业务调整完成，新品布局引发阶段性波动

营收经历快速增长后自然放缓，业务整合成效显著。总量方面，2018–2022 年，公司总营收呈逐年上升态势，年增速稳定保持在约 33%。主要源自 1) 2019 和 2021 年公司分别收购天戏互娱 70%和 30%股权，推动旗下游戏 IP 运营业务扩张带来显著效益，旗舰产品《三国志 2017》《三国志·战略版》《真·三国无双 霸》持续贡献营收，其中《三国志·战略版》出海带来大幅增量。2019–2021 年，天戏互娱分别实现营收 1.75/4.35/6.50 亿；2) 带带电竞等游戏社交产品陆续上线，游戏社交业务收入大幅增长。2023 年和 2024 年，受老游戏流水自然下滑、结算价格变化且新游戏尚处于筹备阶段影响，营收略有下滑。2024 年公司实现营收 11.36 亿元，同比减少 14.56%，2025 年第一季度实现营业收入 3.15 亿元，同比增加 24.16%。

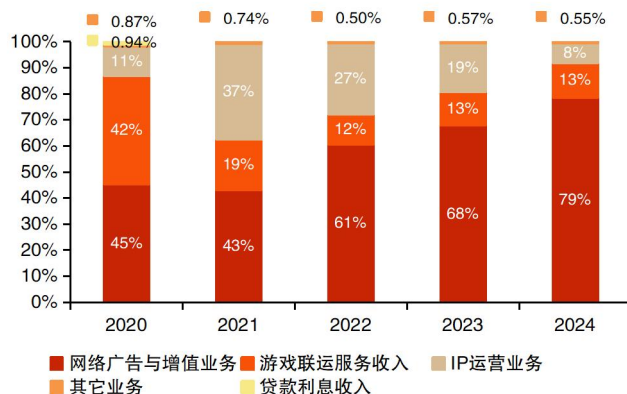
分业务来看，公司对业务进行了有效的整合，于 2021 年终止小额贷款业务，于 2023 年主动缩减了低毛利的移动广告业务规模，加强对广告业务的风险控制，完成战略聚焦，形成“社交+游戏”业务主体。在此战略调整基础上，公司于 2024 年进一步优化广告业务模式，通过拓展优质客户群体成功获得多家主流广告媒体的核心代理资质，实现了广告业务从规模扩张向质量提升的战略转型。

图表 5：2018–2025 年第一季度公司营业收入及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

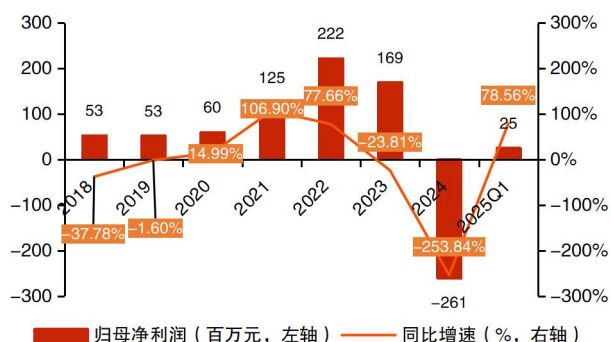
图表 6：2020–2024 年公司分业务营业收入



资料来源：ifind，华源证券研究所

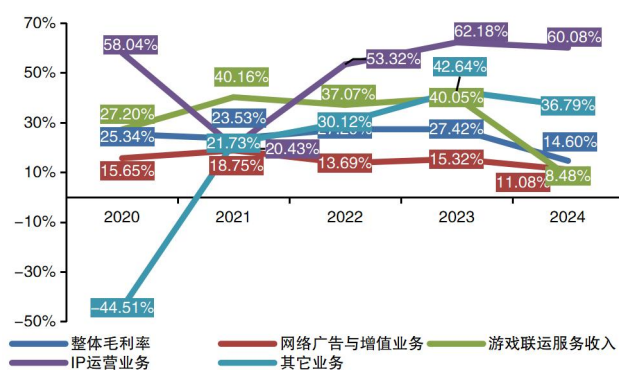
授权产品长线运营稳健，新产品周期开启，归母净利润回升。2024 年公司归母净利润亏损 2.61 亿元，主要为增值业务收入和 IP 运营收入同比上期减少，且新游上线推广费用，营业成本下降幅度低于营业收入下降幅度所致。2025 第一季度公司实现归母净利润 2543.08 万元，同比增加 78.56%。毛利率方面，2024 年 IP 运营业务毛利率同比下降 2.10 pct，主要系原有产品流水自然下滑且结算价格下降；网络广告与增值业务毛利率同比下降 4.24 pct，主要系公司运营策略调整；游戏联运服务收入毛利率同比下降 31.57 pct，主要系新游戏上线拉新引流，前期推广成本较高。

图表 7：2018-2025 年第一季度公司归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

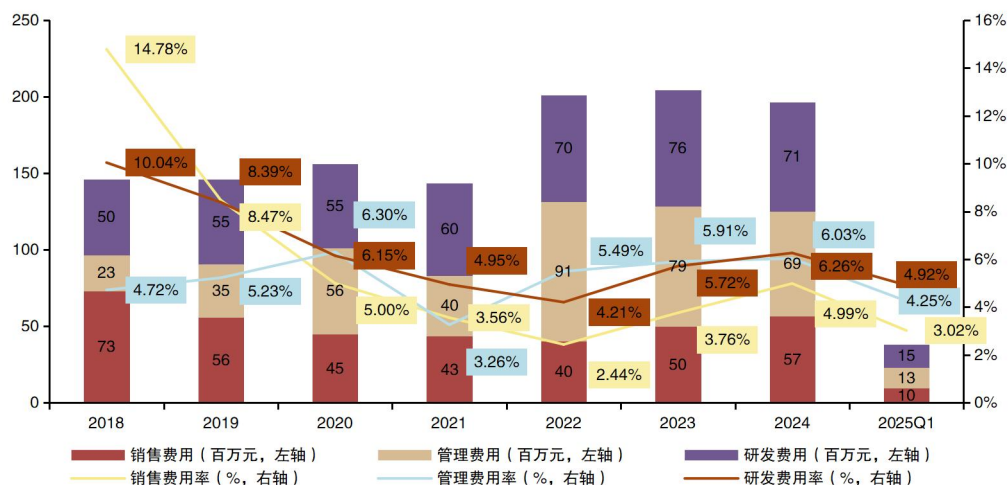
图表 8：2020-2024 年分业务毛利率变动情况



资料来源：ifind，华源证券研究所

三大费用率管控良好，整体保持稳定。2018-2022 年，公司在营收快速增长的同时实现费用率的持续优化，销售费用率和研发费用率逐年下降。2022-2024 年，管理费用受公司推出两项激励计划的影响有所上升；销售费用率受新游上线广告宣传费增加影响略有上升。2025 年第一季度，公司销售/管理/研发费用率分别为 3.02%/4.25%/4.92%，同比略有下降。

图表 9：2018-2025 年第一季度公司三大费用及费用率



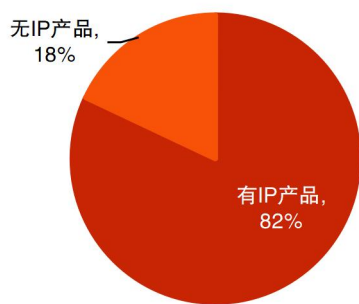
资料来源：ifind，华源证券研究所

2. IP 运营业务长线经营，爆款 IP 持续贡献收入

2.1. 游戏 IP 市场分析

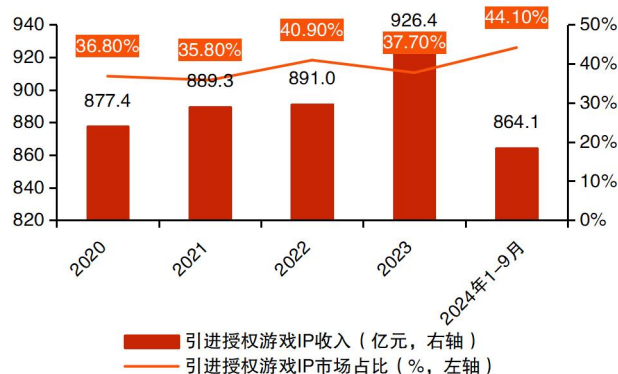
游戏 IP 市场基本盘稳固，引进授权游戏 IP 市场不断扩张。据伽马数据《2024 中国游戏产业 IP 发展报告》显示，2024 年前三季度，中国游戏 IP 市场实际销售收入达 1960.6 亿元，预计全年游戏 IP 市场规模将略高于 2023 年。2024 年前三季度中国游戏市场实际销售收入中 82% 的流水来源于 IP 产品，IP 产品已经为游戏市场的核心构成。其中，引进授权游戏 IP 的游戏市场规模达 864.1 亿元，占国内整体游戏市场 44.1% 的份额，其市场规模和份额有望创近 5 年新高。从需求端看，游戏领域中 77.6% 的用户希望看到 IP 产品，付费意愿达 68.0%，具备较强的 IP 偏好。

图表 10：2024 年前三季度中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况（按流水）



资料来源：伽马数据（CNG），华源证券研究所

图表 11：2020 年-2024 年前三季度引进授权 IP 游戏市场状况



资料来源：伽马数据（CNG），华源证券研究所

2.2. 持续布局 IP 运营业务，手握大量经典 IP 和爆款产品

子公司天戏互娱深耕 IP 运营，长期与各大游戏厂商保持合作关系。天戏互娱成立于 2006 年，长期与光荣特库摩等日本头部游戏公司保持稳定合作关系。公司先后运营端游、页游 10 余款，储备多款重量级 IP 改编授权。其 IP 运营业务涵盖 IP 引进与授权、IP 游戏监修等服务。引入 IP 后，天戏互娱授权合作方进行 IP 运营，并为第三方开发的 IP 游戏提供监修服务，提升 IP 价值，以服务费或分成形式获取报酬。游戏运营方面，天戏互娱在取得改编权后，联合行业内顶尖的研发商和发行商开发精品游戏并参与联合运营。

图表 12：天戏互娱旗下部分授权 IP



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 13：天戏互娱 IP 运营和游戏运营业务



资料来源：公司公告，华源证券研究所

持续输血经典 IP，打造多款爆款产品。凭借稳定的合作关系与出色的运营能力，公司获取了大量经典 IP，包括《生死格斗 5》《三国志 11》《真三国无双 6》等。并相继打造了《三国志 2017》《三国志·战略版》《真·三国无双 霸》等爆款产品，储备包括《真·三国无双 天下》等产品。2024 年 11 月，凭借多个经典 IP 及丰富运营经验，公司成为数字 IP 应用工作委员会首批委员单位。

图表 14：公司 IP 授权产品

游戏名称	IP
三国志·战略版	基于经典三国游戏《三国志 13》IP 开发
三国志 2017	基于经典三国游戏《三国志 11》IP 开发
真·三国无双 霸	基于《真·三国无双 6》IP 开发
真·三国无双 天下	基于《真·三国无双 8》IP 开发

资料来源：公司公告，华源证券研究所整理

其中，《三国志 2017》《三国志·战略版》是国内 SLG 现象级产品。实时多人在线策略手游《三国志 2017》于 2017 年上线，首日流水突破 500 万元，上线 13 日突破 5000 万元，25 日破亿元大关，并凭借优质的游戏内容获得中国音数协游戏工委“2017 年度十大最受欢迎移动网络游戏”、2017 黑石奖“硬核年度人气游戏”、第十二届金翎奖“玩家最喜爱的移动网络游戏”等奖项。截至 2021 年度，《三国志 2017》累计流水超 50 亿元，持续为公司贡献长线收入。

《三国志·战略版》作为公司王牌产品，凭借经典 IP 和深度策略玩法，国内海外双线表现出色：国内市场方面，2019 年上线即登顶 App Store 免费榜，2020 年全球流水突破 10 亿美元，2021 年稳居中国内地移动游戏流水 TOP4；2021 年登陆东南亚及日韩市场等后，迅速斩获东南亚中国手游收入榜 TOP20（增长量位列东南亚市场全球游戏第 6）、韩国中国手游收入榜 TOP4、日本新游流水榜 TOP4 等亮眼成绩，实现全球化营收突破。

图表 15：《三国志 2017》策略玩法



资料来源：GameLook 公众号，华源证券研究所

图表 16：《三国志·战略版》策略玩法



资料来源：游侠网公众号，华源证券研究所

3. 游戏自研自发能力补齐，移动与独立游戏领域齐头并进

3.1. 移动游戏：深耕多平台和出海布局，巩固市场领先地位

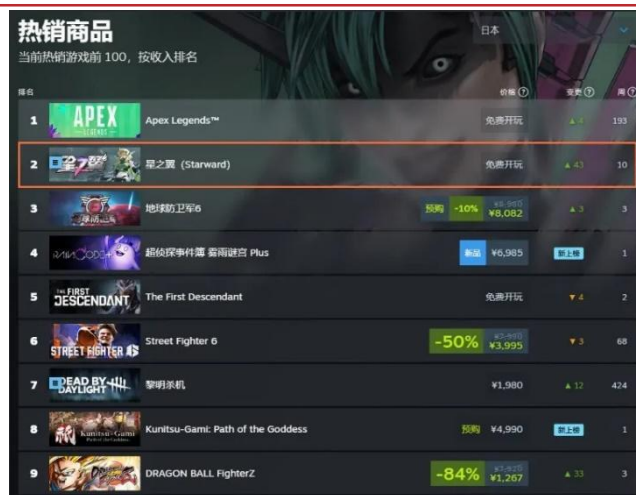
移动游戏方面，公司《星之翼》等产品表现瞩目，《真·三国无双 天下》备受期待，逐步延伸自研自发领域的实力。公司于 2024 年 4 月推出机甲娘 2V2 格斗对战游戏《星之翼》，正式上线国服移动端并登陆 Steam 平台。《星之翼》以 1V1 和 2V2 对战为核心玩法，玩家可以操控风格鲜明、战斗方式各异的机甲少女，通过格斗射击、敏捷操作与战术制定，体验不局限于地面的三维立体战斗。凭借独特的对战机制、流畅的战斗体验以及多样化的角色设计，该游戏长期稳居 Steam 日区排行榜前列，并屡获格斗游戏职业选手及公众人物的高度评价和自发推广。2024 年 11 月 21 日，《星之翼》进一步拓展市场，正式上线日服 PC 端及手机端，并于同月 28 日在中国港澳台地区开启公测。截至 2024 年 12 月 31 日，星之翼在 Steam 日区连续上榜周数达 34 周。

图表 17：《星之翼》Taptap 界面



资料来源：Taptap，华源证券研究所

图表 18：《星之翼》在 Steam 日区排行榜位列第二



资料来源：盛天游戏官网，华源证券研究所

《真·三国无双天下》则基于光荣特库摩正版授权的《真·三国无双 8》开发，是一款忠实还原无双系列割草战斗特色的动作游戏。于 2024 年 8 月 1 日获批国家新闻出版署发放的移动及客户端进口游戏版号，将择日上线。

图表 19: 《真·三国无双 天下》游戏截图

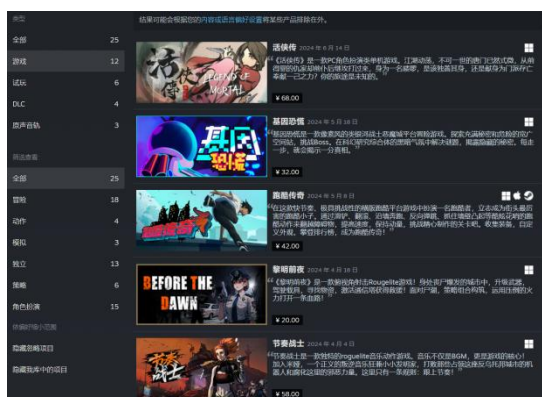


资料来源：公司公告，华源证券研究所整理

3.2. 独立游戏：Paras Games 工作室持续产出高质量内容，树立行业标杆

独立游戏方面，公司于 2021 年成立 Paras Games 独立游戏发行工作室，不断开发高质量独立游戏。近年来相继推出《神州志：西游》《残秽的我们 2：普渡慈航》《活侠传》等独立游戏。其中《活侠传》凭借其卓越的文字功底和深度叙事成为 2024 年中国独立游戏的标杆产品，在 2024 年年度国产买断制游戏销量排行榜上位列第九。游戏的剧情设定以“丑侠”赵活为主角，打破了传统的英雄形象，并颠覆了常规的“丑人逆袭”的爽文情节，选择了一条更加“反套路”的内容路线，通过多周目的玩法与精心雕琢的剧情，让玩家沉浸式探索不同的故事线，同时成功塑造了游戏“永不放弃”的精神内核。这一独特的叙事风格和深刻主题广受玩家好评，截至 2025 年 7 月 8 日，steam 用户好评率达 76%。

图表 20: Paras Games 在 Steam 商店中的部分作品



资料来源：Steam，华源证券研究所

图表 21: 《活侠传》在 Steam 过去 30 天的用户测评中 76% 为好评（截至 2025 年 7 月 8 日）



资料来源：Steam，华源证券研究所

4. “AI+”三管齐下，赋能陪玩、音乐社交和游戏赛道

4.1. AI 平台 VRACE

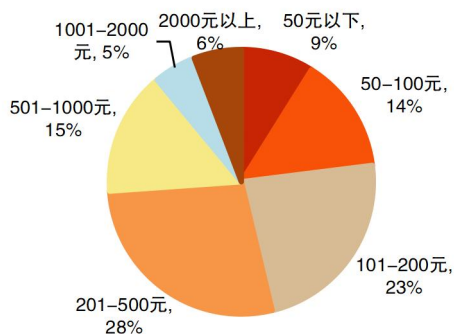
VRACE 平台成熟整合多项 AI 技术，持续赋能开发创新。 公司于 2025 年 2 月发布盛天 AI 平台 VRACE，集成了 AI 美术、AI 语音、AI 文本生成等多项前沿技术，并于 2025 年初正式与 DeepSeek 展开深度对接与测试，深入探索 AI 在游戏与社交场景中的应用。其中，敦煌 AI 美术集群整合了文本到图像生成、图像上色优化、风格转换等多项功能，已广泛应用于盛天网络旗下多款游戏产品中；八音 AI 语音集群具有强大的语音识别、语音合成、音色克隆能力；星云 AI 文本集群能够理解画面、声音等多种输入形式，并实时生成高质量的文本内容。后续公司计划年内推出具备多模态交互能力的社交语聊机器人。该创新应用将通过动态情绪感知、游戏化对话机制等 AI 技术，为玩家构建 7×24 小时智能陪伴服务生态，覆盖组队聊天、攻略咨询、虚拟角色共创及情感交互等多元场景，显著增强社交平台的沉浸式体验。

4.2. “带带”+“给麦”突破陪玩行业市场

游戏陪玩行业作为新兴的数字娱乐服务形态，通过差异化服务模式构建多元化市场格局。从服务价值维度可分为娱乐社交型（侧重趣味互动与情感陪伴）、技术提升型（提供竞技技巧指导）、定制化服务（角色扮演/剧情通关等个性化需求）及团队作战型（组织专业队伍提升胜率）四大核心赛道。这种分层服务体系直接塑造了独特的消费结构：根据华经产业研究院数据显示，2021 年中国游戏陪玩行业用户月消费金额情况中，中坚消费层（101-500 元）以 50.8% 的绝对占比成为行业支柱，该层级用户既具备稳定的付费能力，又存在向高阶服务升级的潜力，构成未来规模扩张的核心增量空间。反观两端市场，基础层（≤100 元）23% 与高端层（≥501 元）26.1% 共同形成差异化补充，前者支撑用户基础扩容，后者驱动高附加值服务探索。

在消费结构双重引擎的驱动下，我国陪玩行业市场规模快速增长。据智研瞻产业研究院数据显示，陪玩行业市场规模从 2019 年的 182.38 亿元快速扩张至 2023 年的 702.76 亿元，复合增速达 40%。2024 年陪玩行业市场规模预计为 957.15 亿元，并有望在 2025-2027 年实现 32%/33%/36% 增长率，于 2027 年达到 2289.93 亿元。

图表 22：2021 年中国游戏陪玩行业用户月消费金额情况



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

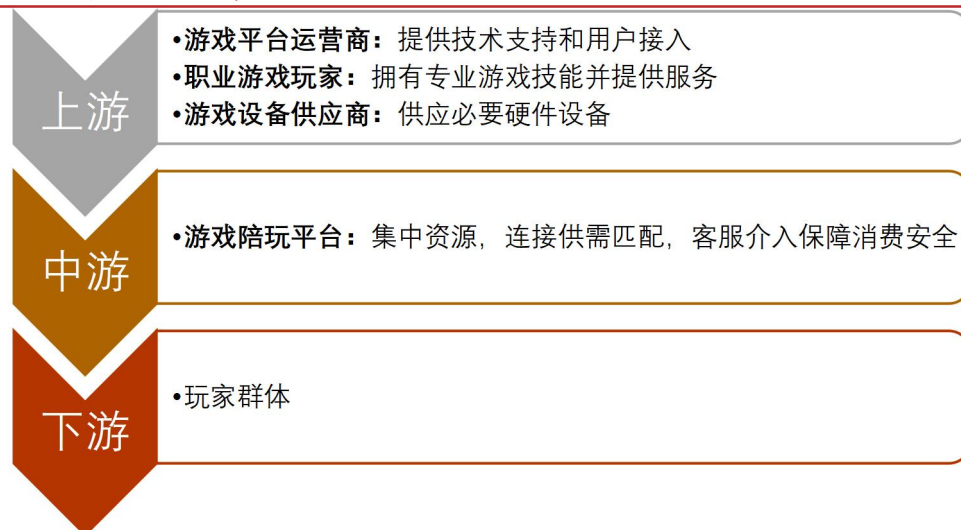
图表 23：2019-2027 年中国游戏陪玩行业实际和预测的市场规模及增速



资料来源：智研瞻产业研究院，华源证券研究所

目前，我国游戏陪玩行业已形成成熟的产业链模式。1）上游：由游戏平台运营商提供技术支持和用户接入通道，职业游戏玩家输出专业服务能力，游戏设备供应商构建硬件基础设施；2）中游：陪玩平台通过智能匹配系统连接供需两端，依托客服仲裁机制保障交易安全，实现资源的高效整合；3）下游：覆盖玩家群体陪伴/通关/排行/个性化等需求。

图表 24：游戏陪玩行业产业链



资料来源：智研瞻产业研究院，华源证券研究所整理

公司紧抓互联网时代社交需求，聚焦“游戏+音乐”双赛道，开发带带陪玩（技能社交平台）、给麦（AI音乐社区）、《字灵契约》《密语炸弹》（AI游戏）实现游戏和社交场景的重构。

4.3. 带带电竞：“AI+社交+陪玩”

带带电竞以竞技游戏为核心构建游戏化社交约玩生态体系。作为以竞技游戏为核心的社交平台，带带电竞通过“技能分享”机制连接用户需求，提供覆盖《英雄联盟》《王者荣耀》等热门游戏的线上陪练服务，同时拓展声优聊天、歌手点唱等多元社交场景。用户可基于游戏类型、技能水平等维度筛选陪练师，通过线上下单实现1对1即时匹配，形成“需求发布-技能筛选-服务交付”的闭环交易链路。

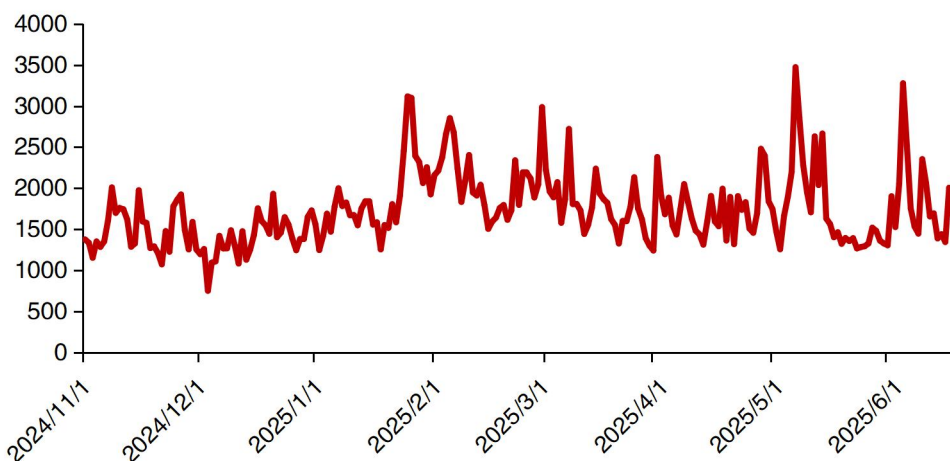
图表 25：带带电竞截图



资料来源：七麦数据，华源证券研究所整理

带带电竞用户规模持续扩张，节假日社交需求驱动瞩目。七麦数据显示，截至 2025 年 6 月 15 日，近 30 天日均下载量为 1643 次。2025 年春节期间受社交需求驱动，下载量呈现显著增加。

图表 26：带带电竞 2024 年 11 月 1 日至 2025 年 6 月 15 日 iPhone 端预估下载量（次）

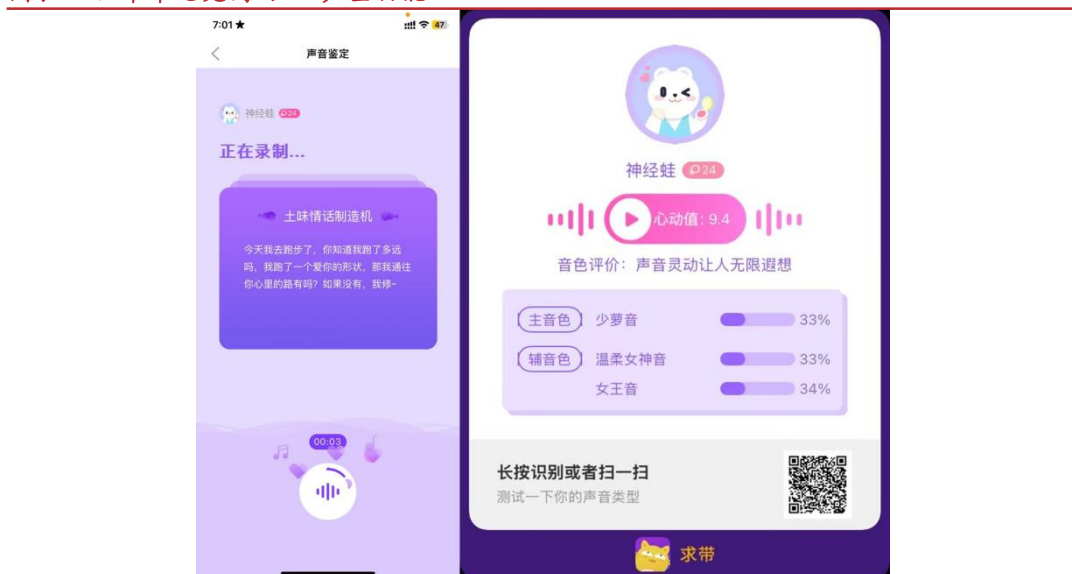


资料来源：七麦数据，华源证券研究所整理

带带电竞通过 AI 技术创新深化社交匹配与交互体验。带带电竞内已推出“AI 声鉴”，可通过声音的相关鉴别算法技术分析用户音色、性别、年龄，并结合用户兴趣、行为标签构建用户多维画像，进行深度学习和协调精准过滤等十几种算法结合，智能推荐精准内容服务和社交匹配用户。公司在 2023 年 ChinaJoy 期间宣布与超拟人大模型开发商聆心智能开展合作，拟将人工智能科技与自有娱乐场景有机结合，并展示了“神奇 AI 闲聊”、“AI 塔罗占卜”、“头像疯狂改造”等部分合作案例。聆心智能与智谱深度合作，其基于 GLM 基座打造的超拟

人大模型是“能提供情绪价值的超拟人大模型”。带带电竞或将依托该技术推出数字人功能，结合现有模块构建虚实融合的交互场景。

图表 27：带带电竞内的 AI 声鉴功能

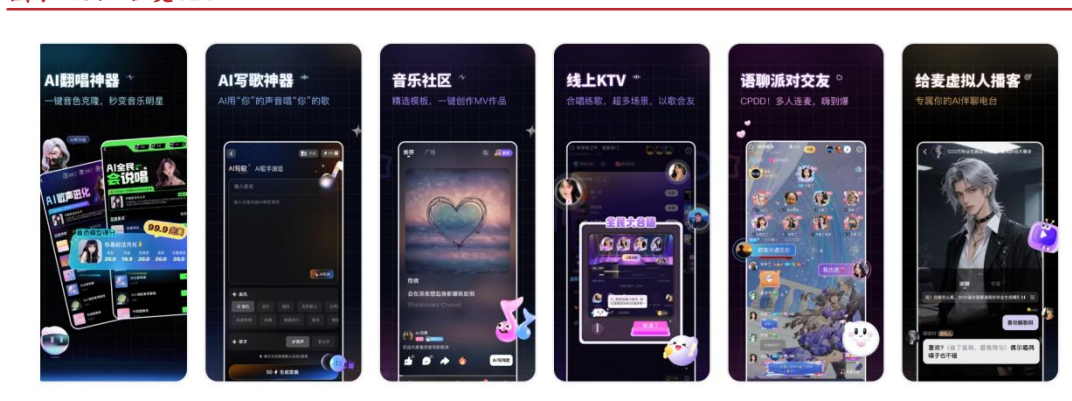


资料来源：带带电竞，华源证券研究所整理

4.4. 给麦：“AI+社交+音乐”

给麦 APP 以 AI 技术重塑音乐社交体验，构建元宇宙创作生态。公司于 2023 年推出音乐社交平台“给麦”，作为 AI 实验室首款产品，其深度融合 AI 技术实现创作（写词/作曲）、演唱、互动（社交广场）三大核心功能，成为音乐社交领域首家 AI 全链路赋能平台。目前平台已聚集大量音乐爱好者，在 AI 翻唱与音乐生成赛道占据先发优势，入选量子位智库发布《2024 年度 AI 十大趋势报告》“2024 年度最受欢迎的 100 款 AIGC 产品”，以及七麦数据发布《2024 年度实力 AI 产品 App 榜单》第 50 名。

图表 28：给麦 APP



资料来源：七麦数据，华源证券研究所整理

高频迭代推动产品热度与市场排名双增长。给麦上线以来受到用户广泛好评，公司持续对其进行版本更新，并陆续推出 AI 歌声进化 1.0/2.0、AI 全民会说唱、AI 写歌等模块。七麦

数据显示，其 2024 年至 2025 年 4 月 28 日更新高达 25 次。技术的持续迭代带动流量显著攀升，在 iOS 音乐类免费榜上取得了最高第六的佳绩，截至 2025 年 4 月，整体稳定维持在 TOP25 上下。

图表 29：给麦 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 4 月 28 日 IOS 排名数据及更新情况



资料来源：七麦数据，华源证券研究所

AI 多模态技术驱动泛娱乐社交场景纵深拓展。目前给麦推出的 AI 功能包括 AI 写歌（AI 填词和生成歌曲、图片写歌、AI 虚拟人歌手演唱）、AI 音乐贺卡、AI 说唱、AI 歌声进化（帮唱）、AI 占星师、AI 社交广场（支持 AI 唱同款）。并于 2025 年 5 月 19 日正式上线 AI 虚拟人播客功能，用户可以选择自己偏好的预设声音收听播客，在“闲聊”区域与 AI 就播客内容进行互动，让声音交流从被动收听进化为主动共创，旨在打破传统播客的创作与消费壁垒。

图表 30：给麦 APP 里的 AI 玩法



资料来源：给麦 APP，华源证券研究所整理

未来给麦计划在 AI 音乐方面重点升级音色克隆精度与歌曲合成效率，拓展 AI 专辑封面、音乐 MV 生成工具，并开发虚拟分身系统支持用户创建 AI-CP、疗愈师等角色。在 AI 虚拟主播部分推出“AI 音色克隆”功能，支持用户使用自己的声音创建专属主播，配合情绪参数调节生成优质播客内容。同时计划推出“一句话生成播客”功能，支持万字长文、PDF 报告、图片、网页热搜链接等一键转化为单人精讲、多人辩论等不同形式的音频内容，让知识传播变得像聊天一样生动有趣。此外，给麦将通过联动自研派对游戏与弹幕互动技术，构建“创作-演出-社交-游戏”一体化的元宇宙生态，持续挖掘多模态 AI 在音乐场景的应用价值。

4.5. 《字灵契约》《密语炸弹》：“AI+社交+游戏”

目前，公司在“AI+游戏”已有部分尝试，包括《字灵契约》《密语炸弹》等，玩法覆盖包括回合战斗、推理等。

《字灵契约》是一款 AI 驱动的数字对战游戏。玩家通过输入 Prompt 语句（角色描述句+角色攻击方式）生成自定义角色。根据 Prompt 语句的内容，AI 能生成类漫画的风格化图片作为角色形象，并且角色具有 D/C/B/A/S/SS/SSS 的稀有度和不同的角色特性。同时，还会生成对应的攻击/防御/状态技能。

图表 31: 《字灵契约》角色创建页面



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

图表 32: 《字灵契约》中生成的游戏角色和技能描述



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

利用局内的货币, 对局内角色实现进化, 通过选择不同的特性词条, 实现角色进化, 并获得特性的能力, 稀有度随机升级或下降。

图表 33: 《字灵契约》角色“战将训练”界面(前)



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

图表 34: 《字灵契约》角色“战将训练”界面(后)



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

局内对战采取匹配的方式, 完整对局包含两轮攻防互换、鼓舞与大招三大阶段。攻防阶段中, 攻击方需在 50 秒内输入 40 字以内的攻击 Prompt, 防守方则会看到这条指令, 并同样在 50 秒内输入 40 字防御 Prompt。AI 将根据双方的指令自动生成战斗剧情, 并根据技能描述和背景的合理性, 与对手的克制性和创意评出双方的得分。两轮共计四次攻防回合的得分将累计为对战基础分。

图表 35: 《字灵契约》攻防阶段



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

图表 36: 《字灵契约》攻防判定阶段



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

在鼓舞阶段, 玩家输入鼓舞相关的 prompt, 然后进入判定剧情, 并获取得分。

图表 37: 《字灵契约》鼓舞阶段



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

图表 38: 《字灵契约》鼓舞判定阶段



资料来源:《字灵契约》, 华源证券研究所

在大招阶段, 玩家同样输入 prompt 进行比拼 (不合理的语句会进行检测并判定为默认技能的释放)。最后计算对局结果和奖励。

图表 39：《字灵契约》大招阶段



资料来源：《字灵契约》，华源证券研究所

图表 40：《字灵契约》对局结算阶段



资料来源：《字灵契约》，华源证券研究所

战斗结束后，玩家可以点击战斗日志，回顾整场战斗的过程，其中将包含评分原因。

图表 41：《字灵契约》战斗日志界面



资料来源：随乐游云游戏微信公众号，华源证券研究所整理

《密语炸弹》是一款 AI 驱动的社交推理游戏，为盛天网络研发中心接入 DeepSeek 后的应用尝试，在登陆公司内部 IM 平台后迅速获得了良好的反馈，上线三日即创下 60%员工参与率，多位用户最高局数破 500 的好成绩。

图表 42: 《密语炸弹》界面



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所整理

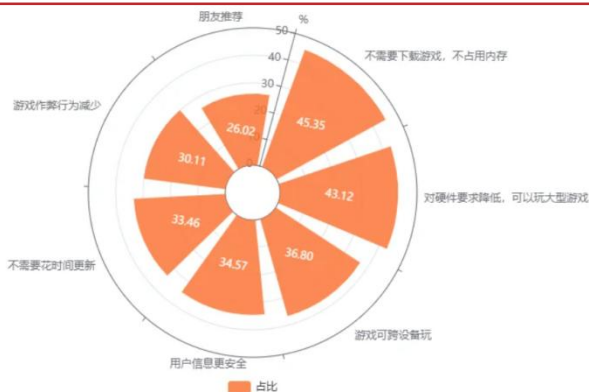
5. 云游戏和电竞酒店

在平台产品布局上，公司持续升级传统网吧业务的同时，着力开拓数字娱乐新市场，相继推出随乐游云游戏平台、易乐途数字娱乐平台等创新产品，服务范围已覆盖云游戏服务、电竞主题酒店等多元场景。

5.1. 随乐游云游戏平台

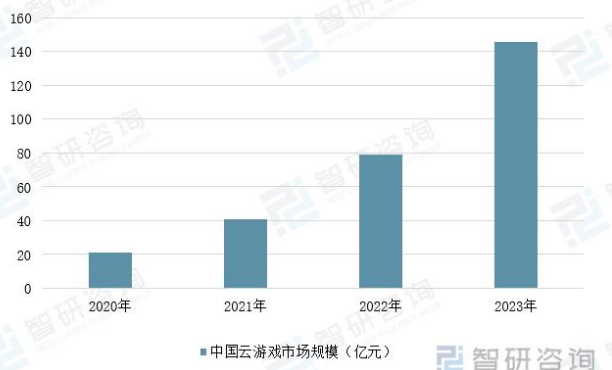
云游戏市场展现出强劲发展潜力，成为数字娱乐领域的重要增长方向。云游戏基于云计算技术运行，所有游戏程序在服务器端完成运算与画面渲染，通过互联网将压缩后的实时画面传输至用户终端设备，玩家无需依赖高性能硬件即可体验大型游戏。这一技术特点契合了现代游戏用户对于便捷操作、跨平台游玩、低配置的多样化需求，根据艾媒咨询《中国云游戏市场发展状况与消费偏好调查数据》显示，45.35%的用户选择云游戏因其不占用本地存储空间，43.12%的用户看中其对硬件配置的低要求，36.80%的用户看中其跨设备游玩能力。在这一背景下，云游戏市场快速扩张。根据智研咨询数据显示，2023 年中国云游戏市场规模已达 145.8 亿元，市场渗透率约为 2.3%，用户渗透率达到 18.5%。

图表 43：2024 年中国云游戏用户选择玩云游戏的原因



资料来源：艾媒咨询，华源证券研究所

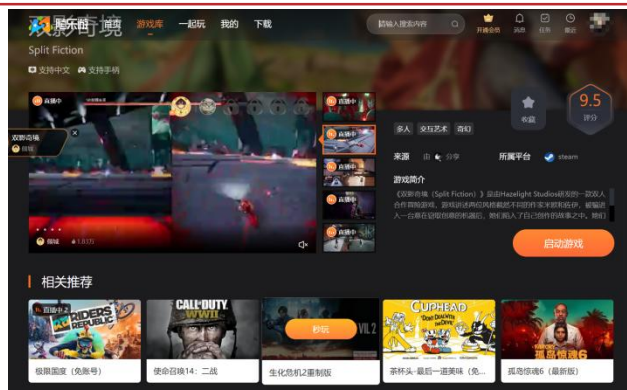
图表 44：2020-2023 年中国云游戏市场规模



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

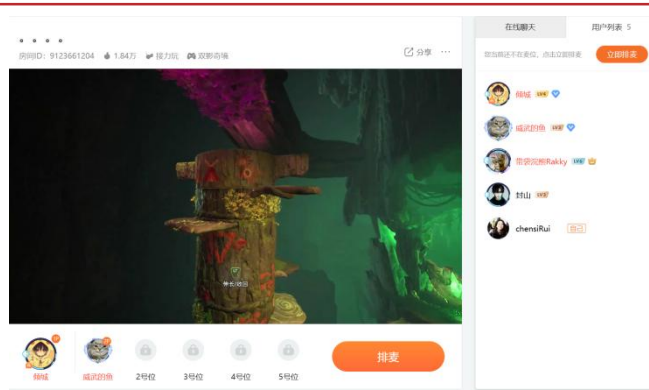
随乐游云游戏平台是公司打造的社交化云游戏服务平台，基于成熟的云计算技术实现手机、电脑、电视等多终端即点即玩功能。该平台创新推出“接力玩”“搭手玩”模式，支持玩家实时转交游戏控制权或多人协同操作，结合游戏社交组队、类直播的房间内互动等社交功能，形成独特的互动娱乐场景。在技术层面，平台可提供一站式云游戏 PaaS 解决方案，通过边缘计算节点部署将游戏画面传输延迟控制在 20 毫秒内，支持 1080P/60FPS 至 4K/120FPS 画质，并具有优异的键盘、鼠标、手柄及虚拟按键适配能力保障操作流畅性。随乐游目前已覆盖云游戏试玩、社交化游戏分发、游戏电商等应用方向，凭借其低延迟串流、海量游戏快速加载等核心技术，获 5G 云游戏产业联盟 2020 年度“最佳行业应用奖”。

图表 45：随乐游云游戏平台页面



资料来源：随乐游云游戏平台，华源证券研究所

图表 46：随乐游云游戏平台中的房间



资料来源：随乐游云游戏平台，华源证券研究所

随乐游云游戏平台持续拓展多场景应用生态，积极探索新型智能终端的云游戏适配。平台已与 5G+AI+AR 软硬件厂商 Rokid 达成战略合作，针对 AR 设备特性开发专属版本，完成虚拟手柄操控优化、游戏存档跨设备同步等功能升级，并联合打造 XR 游戏内容频道。在车载场景领域，随乐游于 2023 年 12 月率先实现理想汽车车载浏览器适配，针对车机网络环境特别优化了视频编码与传输，同时对车机屏幕尺寸、车载 UI、外设接入进行适配，支持多人协同游戏体验。目前公司正在研发适配 3DoF 操控方案的云游戏交互系统，未来将重点突破 XR 设备、智能汽车等新兴终端的沉浸式云游戏体验。

5.2. 易乐途数字娱乐平台

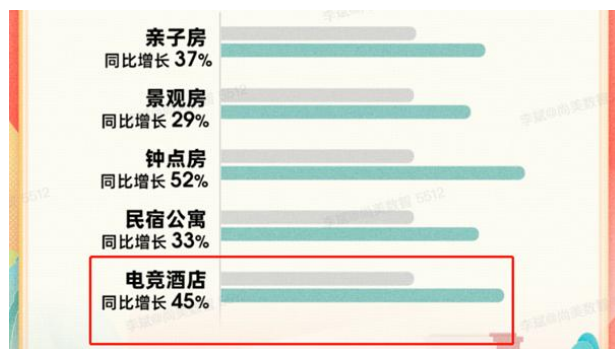
电竞酒店场景发展潜力显著，核心电竞用户群体持续支撑行业发展。据《2024 年度中国电子竞技产业报告》显示，2024 年我国电竞用户规模达 4.90 亿，近五年来保持稳定。而电竞酒店凭借专业设备、高速网络、赛事直播观战及组队参赛等功能，成为年轻电竞用户沉浸式电竞体验的首选场景。其中，18-25 岁用户占据电竞酒店 76% 订单量，多人包场消费模式同比增长 210%。2025 年春节假期期间，电竞酒店预订量同比增长 45%，反映出年轻群体更倾向于选择此类场景与好友进行社交娱乐。

图表 47：2020-2024 年中国电子竞技用户规模和增长率



资料来源：伽马数据，华源证券研究所

图表 48：2025 年春节假期热门酒店预订主题



资料来源：ST 商业研究社公众号，华源证券研究所

易乐途数字娱乐平台是公司专为电竞酒店研发的数字娱乐平台。其利用数字技术，通过五端互通、八大模块打通酒店前台到客房电脑的链路，一定程度上降低门店人员对客房及电

脑终端的管理难度，全面覆盖场所及顾客的使用需求，实现电竞酒店场景的闭环生态。目前易乐途已和美团达成战略合作，打通了 OTA、PMS 的全场景数字链路。与腾讯游戏人生携手，通过优质内容为电竞酒店赋能；和 Rokid 达成深度合作，打造线下 XR 应用场景。其构建了全方位覆盖电竞酒店运营场景的产品矩阵，形成从硬件管理到用户体验的完整闭环，包括“电竞无盘”“互动桌面”“引流获客”“游戏助手”等功能。

图表 49：易乐途的五端互通与运作链路



资料来源：易乐途官网，华源证券研究所

图表 50：易乐途产品矩阵

电竞无盘 专为电竞酒店研发的无盘系统，在提供游戏更新的基础上，协助门店对电脑和硬件远程管理。 查看详情	互动桌面 支持零基础快速搭建的互动桌面，展示门店充值、营销活动等信息，快速触达顾客。 查看详情
引流获客 打通电脑终端到手机终端的会员引流，实现会员体系搭建和用户沉淀。 查看详情	连锁管理 从门店到区域到集团的多层级管理权限，满足多区域、多门店的员工、电脑的连锁管理。 查看详情
游戏助手 提升玩家游戏体验，覆盖顾客个性化设置、游戏存档、游戏预约等功能，协助门店打造会员体系。 查看详情	游戏特权 包括不限于热门游戏特权、福利礼包、赛事活动等，提升电竞酒店的可玩性。 查看详情
PMS中心 整合PMS软件的客房管理功能，在易乐途平台内，即可实现房客及电脑的关系对应。 查看详情	数据中心 从玩家的消费、游戏、充值等多维度建立数据模型，为电竞酒店提供更立体的用户画像。 查看详情

资料来源：易乐途官网，华源证券研究所

6. 盈利预测与评级

关键假设

(1) 网络广告与增值业务：PC 复兴趋势下，公司网吧业务预期逐步复苏，加之公司社交业务积极布局，预期带动网络广告与增值业务增长，2025–2027 年营收同比增长 20.00%/19.00%/10.00%。

(2) 游戏运营业务：易乐玩游戏联运业务与部分新游发行运营业务预期带来收入增长，2025–2027 年营收同比增长 15.50%/7.50%/3.00%。

(3) IP 运营业务：《三国志·战略版》长期稳健，《真·三国无双 天下》即将发行，驱动 IP 运营业务收入大幅提振，2025–2027 年营收同比增长 120.00%/20.00%/5.50%。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1.6/1.8/2.0 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/12.5%/11.3%，当前股价（2025/07/10）对应的 PE 分别为 43/39/35 倍。我们选取吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳为可比公司，鉴于公司核心新品即将推出，且 AI+应用布局前瞻完备，具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 51：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025/7/10	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
603444.SH	吉比特	324.48	14.68	16.40	17.92	22	20	18	
300002.SZ	神州泰岳	13.02	0.66	0.74	0.80	20	18	16	
002517.SZ	恺英网络	19.93	0.99	1.12	1.28	20	18	16	
002558.SZ	巨人网络	26.52	0.89	1.04	1.16	30	26	23	
300494.SZ	盛天网络	14.15	0.33	0.37	0.41	43	39	35	

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价单位为元，EPS 单位为元，吉比特、神州泰岳、恺英网络、巨人网络盈利预测来自 ifind 一致预期，盛天网络盈利预测来自华源证券研究所

7. 风险提示

（1）经营风险

如果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，则会削弱公司未来的盈利能力。

（2）行业政策风险

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，存在行业政策环境风险。

（3）核心人员流失风险

随着行业竞争的日趋激烈，公司规模的不扩大，如果核心人才大量流失，将对公司的生产经营造成较大的影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,020	1,251	1,411	1,594	营业收入	1,136	1,442	1,696	1,842
应收票据及账款	153	176	207	225	营业成本	970	1,084	1,286	1,397
预付账款	43	41	48	52	税金及附加	2	3	3	4
其他应收款	16	12	14	15	销售费用	57	59	62	65
存货	1	1	1	1	管理费用	69	70	78	84
其他流动资产	29	30	32	33	研发费用	71	72	84	88
流动资产总计	1,261	1,511	1,714	1,921	财务费用	-12	-4	-5	-5
长期股权投资	2	2	1	1	资产减值损失	-271	0	0	0
固定资产	42	51	58	64	信用减值损失	-2	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	18	28	49	62	投资收益	5	6	5	4
长期待摊费用	1	1	1	2	公允价值变动损益	4	5	3	4
其他非流动资产	293	297	286	280	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	355	379	396	408	其他收益	4	9	5	4
资产总计	1,616	1,889	2,110	2,329	营业利润	-281	175	199	221
短期借款	0	0	0	0	营业外收入	1	1	1	1
应付票据及账款	101	140	167	181	营业外支出	1	0	1	1
其他流动负债	73	158	185	204	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	175	299	352	385	利润总额	-280	177	199	221
长期借款	1	1	1	0	所得税	-20	17	19	21
其他非流动负债	0	0	0	0	净利润	-261	160	180	200
非流动负债合计	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	176	300	353	386	归属母公司股东净利润	-261	160	180	200
股本	491	491	491	491	EPS(元)	-0.53	0.33	0.37	0.41
资本公积	253	253	253	253	主要财务比率				
留存收益	697	846	1,013	1,200	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	1,440	1,589	1,757	1,943	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营收增长率	-14.56%	26.93%	17.68%	8.61%
股东权益合计	1,440	1,589	1,757	1,943	营业利润增长率	-250.24%	162.49%	13.26%	11.29%
负债和股东权益合计	1,616	1,889	2,110	2,329	归母净利润增长率	-253.84%	161.36%	12.52%	11.27%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-149.26%	311.73%	-24.00%	10.82%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	-261	141	168	189	毛利率	14.60%	24.80%	24.19%	24.16%
折旧与摊销	22	28	35	41	净利率	-22.94%	11.09%	10.60%	10.86%
财务费用	-12	-4	-5	-5	ROE	-18.09%	10.06%	10.24%	10.30%
投资损失	-5	-6	-5	-4	ROA	-16.12%	8.46%	8.53%	8.59%
营运资金变动	-127	106	10	8	估值倍数				
其他经营现金流	250	16	10	8	P/E	-26.64	43.42	38.59	34.68
经营性现金净流量	-133	281	214	237	P/S	6.11	4.81	4.09	3.77
投资性现金净流量	-57	-42	-46	-46	P/B	4.82	4.37	3.95	3.57
筹资性现金净流量	-96	-7	-8	-9	股息率	0.00%	0.16%	0.18%	0.20%
现金流量净额	-285	232	160	182	EV/EBITDA	-17	29	25	21

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50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，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）。