盛天网络(300494)

报告日期：2025 年 07 月 24 日

自建算力、自研 AI 平台赋能游戏与社交业务

——盛天网络更新报告

投资要点

- **我们认为公司游戏业务有望迎来重点新游的上线，自建算力、自研 AI 平台有望同时赋能游戏与社交业务，当前时间点推荐重点关注。**
- **游戏业务迎来新产品周期，主要 IP 为《真·三国无双》和《星之翼》**

游戏业务方面，公司与光荣特库摩等国际 IP 方的合作，以《三国志》《真·三国无双》等 IP 为核心，同时继续运营原创 IP 游戏《星之翼》等，并开发游戏与衍生品。

《真·三国无双》系列被定义为“战术动作游戏”，首次将“一骑当千”的爽快打法与三国历史战场结合，可以说开创了一个游戏品类，1997 年上线第一代，2001 年的第二代销量破百万。公司参与的《真·三国无双天下》已于 2024 年 8 月 3 日获得移动端、客户端进口版号，目前处于研发阶段，或于 2025 年年内上线，是公司当前时间储备的重要新游。

《星之翼》是一款融合机甲少女与经典 GVG 格斗玩法的 3D 竞技游戏，该游戏以 1V1、2V2 对战为核心玩法，玩家可操纵机甲进行格斗射击。24Q2 在中国大陆上线，24Q4 在日本上线，近期也已经在韩国及东南亚地区发行。日本上线首月即获 Google Play 与 App Store 双榜第二，Steam 日区热销榜前二。2025 年，《星之翼》在日本地区月流水占比已超 60%，成为公司游戏发行收入的重要来源。目前该游戏在海外地区的流水逐步走高。2025 年 4 月，《星之翼》还与日本老牌玩具制造企业株式会社寿屋旗下 IP《Frame Arms Girl》开启联动。

- **自建算力、自研 AI 平台赋能游戏与社交业务**

公司较早在游戏、社交领域开启了 AI 应用探索，2023 年公司就成立了 AI 创新实验室，在应用层、模型层和基建层分别进行布局。

应用层方面：公司 2023 年推出 AI 原生音乐社交 App 给麦。给麦通过 AI，实现了：1）精准提取用户声纹特征，打破语言和音调限制，帮用户实现跨语言、跨曲风的自由演唱；2）通过“图片写歌”功能一键创作，只需上传一张照片，选择音乐风格和场景，给麦便能在几分钟内自动创作出一首符合情境的完整歌曲；3）AI 虚拟人和播客与互动功能。同时，在游戏公司在 AI+社交游戏领域实现了大模型的游戏原生应用落地。公司自研的 AI 社交小游戏《字灵契约》已稳定接入豆包 AI 工具，实现了多模态交互的创新玩法

模型层方面：公司利用以 DeepSeek 为代表的先进模型、自研 VRACE AI 平台，2025 年 2 月发布，由三大核心集群构成，分别聚焦于美术、语音与文本生成领域。赋能 AI 游戏和游戏社交场景，在虚拟陪伴、游戏内容生成、玩家行为分析、智能客服等多个领域展开多项尝试。

基建层方面：公司通过自建云与算力体系的差异化布局，在边缘场景中形成独特优势，实现了省内 0-20ms 的超低延迟，构建了弹性算力池，可灵活调度支撑 AI 推理需求。公司自主研发的盛天云涵盖了云计算、云存储、云网络、CDN 加速、云安全等服务。

- **投资建议**

公司目前以游戏和社交两大业务为支撑，并由自建算力、自研 AI 平台赋能；公司游戏产品线或将迎来重点新游上线，看好 2025 年利润水平增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 15.1/17.1/18.7 亿元，归母净利润分别为 1.78/1.97/2.18 亿元，当前时间点对应 P/E 分别为 39/35/32 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

新游上线进度或质量不及预期，AI 技术发展不及预期等。

投资评级：买入(维持)

分析师：冯翠婷
执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师：陈磊
执业证书号：S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥13.96
总市值(百万元)	6,847.52
总股本(百万股)	490.51

股票走势图

相关报告

1 《「游戏+社交」业务多点开花，开启产品兑现周期》2023.11.10
2 《业绩增长超市场预期，「游戏+社交」业务多点开花》2023.04.27
3 《《大航海时代：海上霸主》版号获批，看好新游上线表现》2022.12.29

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,136	1,508	1,705	1,866
(+/-) (%)	-14.56%	32.79%	13.05%	9.45%
归母净利润	-261	178	197	218
(+/-) (%)	—	168.42%	10.79%	10.58%
每股收益(元)	-0.53	0.36	0.40	0.45
P/E	—	38.75	34.97	31.63

资料来源：浙商证券研究所

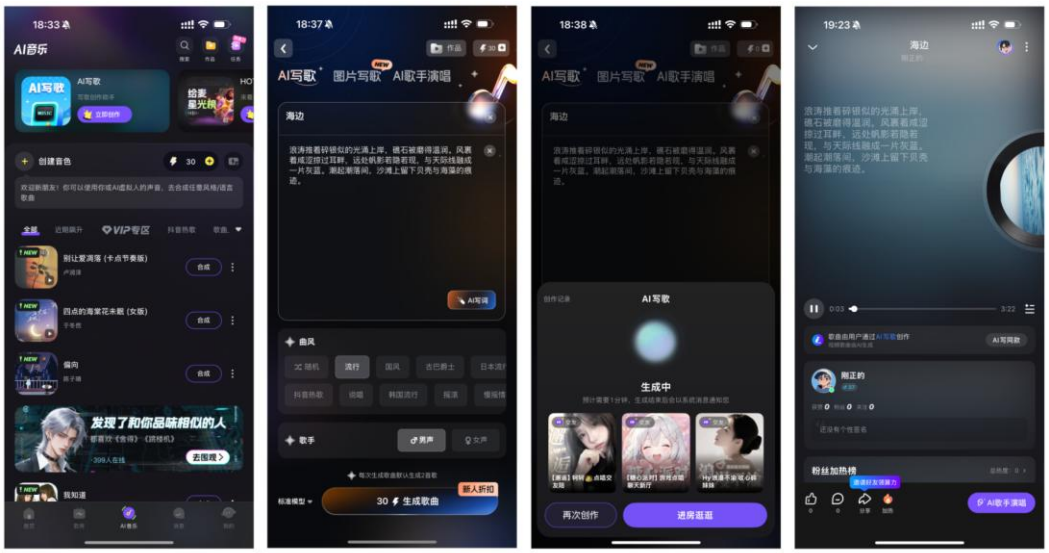
图表目录

图 1：给麦 App 功能与界面展示 4
图 2：求带 App 功能与界面展示 4
图 3：《星之翼》游戏界面 5
图 4：《星之翼》日本上线以来 App Store 畅销榜排名 5

表附录：三大报表预测值 6

附：部分 App 应用与数据展示

图1： 给麦 App 功能与界面展示



资料来源：给麦 App，浙商证券研究所

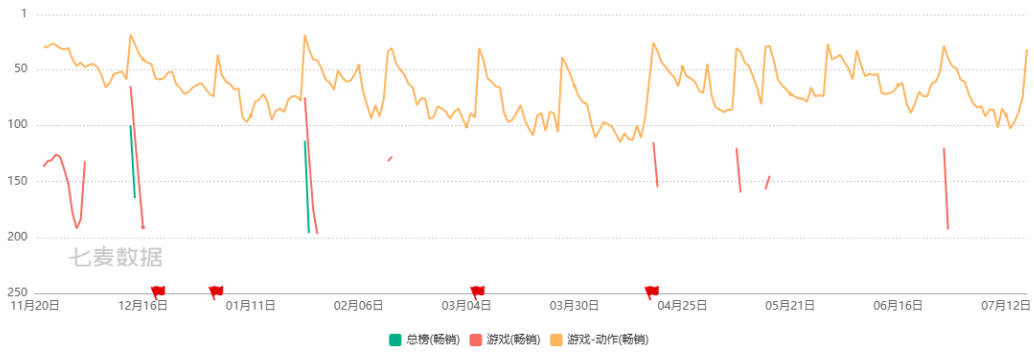
图2： 求带 App 功能与界面展示

资料来源：求带 App，浙商证券研究所

图3： 《星之翼》游戏界面

资料来源：Bilibili，浙商证券研究所

图4： 《星之翼》日本上线以来 App Store 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,261	1,457	1,691	1,931
现金	1,020	1,196	1,407	1,632
交易性金融资产	20	22	23	28
应收账项	153	168	180	181
其它应收款	16	17	19	21
预付账款	43	43	48	54
存货	1	1	1	1
其他	9	12	14	15
非流动资产	355	342	335	338
金融资产类	31	28	26	23
长期投资	2	2	2	2
固定资产	40	35	33	31
无形资产	18	11	7	12
在建工程	0	0	0	0
其他	265	266	268	270
资产总计	1,616	1,799	2,026	2,269
流动负债	175	200	219	233
短期借款	0	0	0	0
应付款项	101	119	127	134
预收账款	0	0	0	0
其他	73	82	92	100
非流动负债	1	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	1	2	2	2
负债合计	176	202	221	236
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,440	1,598	1,805	2,033
负债和股东权益	1,616	1,799	2,026	2,269

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(133)	198	200	224
净利润	(261)	178	197	218
折旧摊销	22	22	15	11
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(5)	(8)	(9)	(9)
营运资金变动	(128)	7	(3)	4
其它	239	(2)	(1)	(1)
投资活动现金流	(57)	(0)	1	(8)
资本支出	(47)	(8)	(8)	(14)
长期投资	(1)	1	1	(3)
其他	(10)	7	8	8
筹资活动现金流	(96)	(21)	10	10
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(96)	(21)	10	10
现金净增加额	(285)	177	211	225

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,136	1,508	1,705	1,866
营业成本	970	1,067	1,206	1,338
营业税金及附加	2	3	4	4
营业费用	57	84	92	93
管理费用	69	94	102	108
研发费用	71	87	111	112
财务费用	(12)	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	(271)	0	0	0
公允价值变动损益	4	0	0	0
投资净收益	5	8	9	9
其他经营收益	4	6	7	7
营业利润	(281)	191	212	234
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	(280)	192	212	235
所得税	(20)	13	15	16
净利润	(261)	178	197	218
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(261)	178	197	218
EBITDA	(9)	209	221	239
EPS（最新摊薄）	-0.53	0.36	0.40	0.45

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-14.56%	32.79%	13.05%	9.45%
营业利润	—	168.21%	10.79%	10.58%
归属母公司净利润	—	168.42%	10.79%	10.58%
获利能力				
毛利率	14.60%	29.26%	29.29%	28.29%
净利率	-22.94%	11.82%	11.58%	11.70%
ROE	-18.09%	11.16%	10.94%	10.74%
ROIC	-1.99%	10.85%	10.62%	10.40%
偿债能力				
资产负债率	10.87%	11.21%	10.92%	10.38%
净负债比率	-70.63%	-74.73%	-77.80%	-80.14%
流动比率	7.22	7.28	7.71	8.27
速动比率	6.92	7.00	7.42	7.98
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.88	0.89	0.87
应收账款周转率	9.35	9.42	9.81	10.33
应付账款周转率	8.96	9.71	9.81	10.25
每股指标(元)				
每股收益	-0.53	0.36	0.40	0.45
每股经营现金	-0.27	0.40	0.41	0.46
每股净资产	2.94	3.26	3.68	4.15
估值比率				
P/E	—	38.75	34.97	31.63
P/B	4.79	4.32	3.83	3.40
EV/EBITDA	—	27.36	24.88	22.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn